

Présentée et soutenue le 8 juin 1933, à 14 heures

PAR

BOIFFIN

JURY... { Président : M. TRUCHY, professeur.
Assesseurs.. } MM. LESCURE.....
 } BIROU } professeurs

PARIS
LES EDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN
F. LOVITON et Cie
160, RUE SAINT-JACQUES

1933

THÈSE POUR LE DOCTORAT

***La Faculté n'entend ni approuver, ni désapprouver
les opinions émises dans les thèses, ces opinions
doivent être considérées comme propres à leurs
auteurs.***

Présentée et soutenue le 8 juin 1933, à 14 heures

BOIFFIN

JURY... { Président : M. TRUCHY, professeur.
Assesseurs.. { MM. LESCURE..... } professeurs
 { BIROU }

PARIS
LES ÉDITIONS DOMAT-MONTCHRESTIEN
F. LOVITON et Cie
160, RUE SAINT-JACQUES

1933



INTRODUCTION

Avant la guerre de 1914, les peuples de l'Occident vivaient pour la plupart sous le signe de la stabilité monétaire. La masse du public restait indifférente aux faibles oscillations du change et, du problème de la monnaie, ignorait jusqu'à la terminologie. Pour les économistes, le mécanisme monétaire se réduisait à quelques axiomes assez évidents, dont la discussion avait un peu l'aspect d'un débat d'école. Le problème de l'argent semblait bien lointain dans l'espace et la querelle du bimétallisme était presque platonique, depuis les progrès du monométallisme et l'Union Latine, qui s'y était presque ralliée en fait. Le principe de la réglementation des billets n'était plus discuté et il fallait une crise passagère pour éveiller l'attention sur la valeur des divers systèmes d'émission. Tous d'ailleurs ramenaient à l'or, ou à une valeur réelle, l'assise de la monnaie fiduciaire. La Banque d'Angleterre et la Banque de France avaient découvert le remède automatique et infaillible aux poussées du change et aux mouvements de l'or : la politique du taux de l'escompte. Le cours forcé n'était plus qu'un mauvais souvenir du temps de Law et des assignats, se survivant par exception dans quelques Etats impuissants à assurer leur stabilité politique ou à gérer leurs finances.

La Grande Guerre a profondément troublé cette atmosphère sereine. Elle a secoué l'armature monétaire de presque tous les Etats, même neutres, et ses répercussions se

font encore sentir, au bout de près de vingt ans, sur des monnaies aussi solides que la livre sterling ou le dollar. Ce bouleversement monétaire a entraîné des répercussions économiques et sociales incalculables. Il n'est pas pour ainsi dire un seul individu qui n'ait souffert, — ou profité — de l'instabilité des monnaies, en qualité de rentier, créancier, débiteur, entrepreneur, fonctionnaire, ouvrier, spéculateur, contribuable. Aussi chacun, touché dans ses intérêts personnels, comprend-il aujourd'hui le rôle capital de la monnaie dans la vie économique, et il n'est à peu près personne qui ne sache — ou croie savoir — ce qu'est le change, l'inflation, l'étalon or, le pouvoir d'achat, et ne prétende avoir une opinion sur les doctrines monétaires.

L'ampleur inattendue des phénomènes a mis en relief des notions inaperçues ou oubliées et obligé les économistes à préciser les termes d'inflation, d'inflation de crédit, de pouvoir d'achat, de transferts. L'interprétation des faits a soulevé des discussions auxquelles la politique a trop souvent donné un tour passionné.

Les systèmes d'émission en vigueur et la politique du taux de l'escompte n'ont pu suffire, en effet, à remplir leur mission de régulateurs du crédit, de la monnaie et du change. Le mécanisme monétaire est apparu beaucoup plus délicat et complexe, et sensible à tout un ensemble d'éléments : politique budgétaire et financière des Etats, politique générale, à des impondérables même difficiles à prévoir et à diriger, à la confiance, méritée ou non, dans l'unité monétaire.

Aussi certains auteurs ou hommes politiques, méconnaissant le caractère exceptionnel des conjonctures politiques et économiques, n'ont-ils pas hésité à proclamer la faillite des lois économiques, des doctrines monétaires clas-

siques en particulier. Les uns contestent la valeur de l'or comme gage de la monnaie fiduciaire, et préconisent l'abandon de l'étalon-or; la redistribution mondiale de l'or est pour certains la solution du problème de la stabilité monétaire; d'autres prêchent le retour au bimétallisme. L'inflation a montré quelques avantages momentanés : des auteurs s'y attachent et consentent à vivre sous ce régime. Enfin, les partisans de la thèse de la monnaie dirigée renversent délibérément les termes de la politique monétaire classique : ils ne subordonnent pas la distribution du crédit à la sécurité des billets de banque; ils prétendent adapter la monnaie aux besoins de la production et du crédit, et diriger le volume de la monnaie pour réaliser la stabilité des prix.

Ces systèmes que l'incertitude monétaire a fait éclore ne restent pas dans le domaine de la théorie. Leurs auteurs espèrent dicter aux Etats et aux banques leur politique de monnaie et de crédit.

Les problèmes monétaires revêtent donc à l'heure actuelle un aspect extrêmement vivant. En mettant en relief les facteurs complexes qui déterminent les fluctuations des monnaies, la période contemporaine a démontré la liaison nécessaire de l'action politique et financière des gouvernements, de l'action technique des instituts d'émission et des banques, enfin de l'action psychologique de l'opinion publique. Il importe que les pouvoirs publics et les banques s'inspirent de la saine doctrine monétaire, que les populations ne se laissent pas leurrer par des manœuvres, de fausses nouvelles, mais reposent leur confiance sur la connaissance du mécanisme monétaire. L'instruction économique de la nation n'est pas moins indispensable sous un régime démocratique, que son éducation politique.

L'observation des faits monétaires depuis la guerre présente à cet égard une valeur éducative certaine. L'étude des variations de la monnaie, de leurs causes et de leurs effets, permet de se faire une opinion sérieuse sur le fonctionnement du mécanisme monétaire et de vérifier expérimentalement la valeur de la doctrine classique et des théories récentes.

Il est à peine besoin de justifier le choix de la France comme champ d'observation. L'histoire monétaire de notre pays depuis la guerre n'est pas seulement passionnante pour ses nationaux. Elle est de nature à intéresser et à instruire même l'étranger par sa diversité, ses épisodes dramatiques et les efforts tentés avant de réussir la stabilisation du franc. La France a souffert plus que toute autre nation de la guerre. Ses plus riches départements ont servi de champs de bataille et ont subi l'invasion pendant quatre ans, puis la dévastation systématique. Avec ses propres forces réduites de quinze cent mille morts, de millions de blessés, elle a dû assurer la reconstitution de ses régions dévastées et le service des pensions aux victimes de la guerre. Principale créancière de l'Allemagne, elle a été la principale victime de la carence allemande.

Toutes ces causes ont lourdement pesé sur la tenue du franc, surtout quand fut rompue la solidarité financière avec l'Angleterre et les Etats-Unis. La France nous offre un bon exemple du jeu combiné des facteurs politique, financier et psychologique sur la valeur d'une monnaie.

L'histoire du franc depuis la guerre nous apporte un autre enseignement : les trois éléments politique, technique et psychologique, qui contribuent à la chute d'une monnaie, doivent être réunis pour assurer sa stabilisation. C'est pourquoi la politique technique du remboursement par l'Etat

des avances consenties par la Banque de France devait échouer, faute d'être accompagnée d'une politique d'équilibre budgétaire. La tactique de M. Poincaré en 1924 aboutit aussi à un insuccès, par suite de la défiance inspirée par l'instabilité politique.

En juillet 1926, au contraire, le retour brusque à la confiance, jointe à la réalisation des conditions politiques et techniques, permit à M. Poincaré de réussir à arrêter le franc dans sa chute rapide, sans même recourir au concours de l'étranger.

CHAPITRE PREMIER

LA MONNAIE EN FRANCE A LA VEILLE DE LA GUERRE DE 1914

Section première. — La Monnaie métallique

Jusqu'à la loi du 23 juin 1928, la charte monétaire de la France a été la loi du 17 germinal an XI (28 mars 1803). Cette loi définissait l'unité monétaire et plaçait la France complètement sous le régime du bimétallisme.

Aux termes de l'article premier :

« Cinq grammes d'argent au titre de 9/10^{es} de fin constituent l'unité monétaire, qui conserve le nom de franc. » (La loi du 18 germinal an III avait substitué le nom de franc à celui de livre.)

D'après ce texte, l'argent est le métal-étalon. Mais en même temps, la loi de germinal an XI décide qu'« il sera fabriqué des pièces d'or de 20 francs et de 40 francs » (article 6), et que les pièces de 20 francs seront à la taille de 155 pièces au kilogramme au titre de neuf dixièmes de fin (Art. 7 et 8).

Le kilogramme d'argent vaut donc :

$$1.000 = 200 \text{ francs, et le kilogramme d'or: } 155 \times 20 =$$

5

3.100 francs. La loi de germinal établit ainsi entre les monnaies d'argent et d'or un rapport légal fixe de 1 à 15,5.

D'autre part, elle donne pouvoir libératoire illimité aux pièces d'or, d'argent et même de cuivre, et elle admet la frappe libre de l'or et de l'argent.

« Il ne peut être exigé de ceux qui portent des matières
« d'or ou d'argent à la Monnaie que les frais de fabrication.
« Ces frais sont fixés à 9 francs par kilogramme d'or et
« 3 francs par kilogramme d'argent. »

La loi du 17 germinal an XI consacre ainsi les trois caractères essentiels du bimétallisme : frappe libre et pouvoir libératoire illimité des monnaies d'or et d'argent; rapport légal entre les deux monnaies.

Le pouvoir libératoire des pièces de cuivre et de billon fut bientôt limité à 5 francs par le décret du 18 août 1810.

Le bimétallisme complet fonctionna normalement dans la première moitié du XIX^e siècle. Le rapport légal des deux monnaies d'or et d'argent avait été fixé par la loi de germinal an XI, d'après le rapport commercial de valeur des deux métaux précieux. Ce rapport commercial n'était naturellement pas immuable : sur le marché des métaux, l'or vint à dépasser légèrement quinze fois et demie l'argent, mais l'écart avec le rapport légal restait minime et les sorties d'or résultant de l'application de la loi de Gresham n'étaient pas assez abondantes pour justifier une réforme monétaire.

Après la découverte des mines d'or de Californie (1847) et d'Australie (1851), la production de l'or augmenta et sa valeur commerciale s'en ressentit. La monnaie d'argent tendit à disparaître de la circulation. Pour arrêter cet exode, la convention monétaire du 23 décembre 1865 entre la France, la Belgique, l'Italie et la Suisse :

1^o Abaisa de 900 à 835 millièmes le titre des pièces d'argent de 2 francs, 1 franc et 0 fr. 50.

2° Interdit la frappe de ces monnaies pour le compte des particuliers et la limita pour le compte des Etats à 6 francs par tête d'habitant.

3° Limita à 50 francs le pouvoir libératoire de ces pièces divisionnaires par paiement entre particuliers.

Les trois caractères du bimétallisme ne subsistaient plus désormais que pour la pièce de 5 francs.

A partir de 1871, l'augmentation de la production de l'argent dans les mines de l'Ouest des Etats-Unis entraîne la dépréciation du métal argent. L'adoption par plusieurs Etats, dont l'Allemagne, du monométallisme or, accélère la chute de l'argent. C'est maintenant l'or, bonne monnaie, qui disparaît de la circulation.

L'Union Latine, à laquelle la Grèce avait adhéré en 1874, décide, par la convention du 5 novembre 1878, de suspendre la frappe libre des pièces d'argent de 5 francs, qui servait d'intermédiaire à l'exode de l'or, et même son monnayage pour le compte des Etats.

La suspension de la frappe libre pour toutes les pièces d'argent a supprimé un des caractères du bimétallisme. Les deux autres, rapport légal et pouvoir libératoire illimité, subsistent seuls pour la pièce de 5 francs. On passe du bimétallisme complet au bimétallisme boiteux. La Convention de 1878, prorogée plusieurs fois avec quelques modifications, régit les monnaies d'argent des Etats contractants, jusqu'à la guerre de 1914.

En suspendant la frappe des écus de 5 francs, la convention du 5 novembre 1878 n'avait fermé qu'une porte de sortié de l'or, mais cette mesure était suffisante. La thésaurisation de l'or était peu abondante et la France, dont la balance des comptes était favorable, n'avait pas besoin d'exporter de l'or pour ses règlements à l'étranger. C'est pour-

quoi, en dépit de la loi de Gresham, on voyait encore des pièces d'or dans la circulation en France à la veille de la guerre.

Section II. — Les Billets de Banque.

Sous le régime légal en vigueur en 1914, les billets de banque sont des titres payables à vue et au porteur, émis par un établissement privilégié contrôlé par l'Etat et ayant force libératoire illimitée (cours légal).

La Banque de France, créée le 13 février 1800, a reçu ses statuts fondamentaux par décret du 16 janvier 1808. C'est une société anonyme dont le capital a été fourni par des actionnaires. L'assemblée générale, composée des deux cents plus forts actionnaires, nomme quinze régents et trois censeurs. Un gouverneur, qui exerce un droit de contrôle et de veto absolu sur toutes les opérations de la Banque, et deux sous-gouverneurs sont nommés par décret.

La loi du 24 germinal an XI donne à la Banque de France le privilège de l'émission, mais elle laisse subsister le droit d'émission de neuf banques départementales, qui sont réunies à la Banque de France par des décrets de 1848.

Jusqu'en 1848, les billets de la Banque de France n'avaient pas le cours légal, et la plupart des receveurs généraux se refusaient à les accepter ⁽¹⁾. Le décret du 15 mars 1848, pour permettre à la Banque de continuer ses escomptes malgré la crise, leur donne le cours forcé et en même temps le cours légal dans les paiements aux caisses publiques et aux particuliers.

Le même décret pose le principe de la limitation de l'é-

1. Ramon, *Histoire de la Banque de France*, p. 222.

mission, libre jusqu'alors, à un maximum et le fixe à 350 millions de francs.

La loi du 6 août 1850 abroge le cours forcé, le maximum d'émission et le cours légal. La loi du 6 août 1870 rétablit ces dispositions et élève à 4 milliard 800 millions le maximum.

Le cours légal des billets de banque a été définitivement établi par la loi du 6 août 1870, et il a survécu au cours forcé, levé conditionnellement par la loi de finances du 3 août 1875, article 28, à partir du moment où les avances de la Banque de France à l'Etat, dont la loi de finances du 15 juillet 1872 avait porté le maximum à 3 milliards 800 millions, auraient été réduites à 300 millions de francs.

Le cours légal des billets, décide l'article 14 de la loi du 17 novembre 1897, ne peut être supprimé que par une loi, sous réserve de la suppression par décret du cours légal d'un type déterminé de billets, sur la demande de la Banque.

La règle du maximum d'émission avait aussi été maintenue après la guerre de 1870. Des lois successives avaient élevé le maximum. En juillet 1914, il atteignait 6 milliards 800 millions, en vertu de la loi du 29 décembre 1911.

Un traité du 10 juin 1857 entre le Trésor public et la Banque de France inaugure la politique des avances de la Banque à l'Etat. Article 2 : « En réciprocité des avantages
 « qui résultent pour la Banque de ce qu'elle reçoit en compte
 « courant les avances disponibles du Trésor, la Banque s'en-
 « gage, pour la durée de son privilège, à faire au Trésor,
 « au fur et à mesure de ses besoins, des avances qui pour-
 « ront s'élever à 80 millions, y compris les 55 millions res-
 « tant à rembourser sur le prêt prorogé par le traité du
 « 3 mars 1852. Le maximum de ces avances sera réduit à
 « 60 millions, au moyen de remboursements annuels sti-

« pulés audit traité. Des bons du Trésor renouvelables de
« trois mois en trois mois seront délivrés à la Banque en
« garantie de ses avances. »

Article 5. — « Si le Trésor venait à retirer ses fonds en
« compte courant, la Banque serait affranchie des engage-
« ments qu'elle contracte par le présent traité. »

Des conventions ultérieures du 29 mars 1878 et du 31 octobre 1896 portaient à 140 et à 180 millions le montant des avances que la Banque s'engageait à fournir au Trésor, sans intérêt.

Une convention du 11 novembre 1911 stipulait l'engagement pour la Banque de France, en cas de mobilisation générale, de mettre à la disposition du gouvernement, à titre d'avance, une somme maximum de 2 milliards 900 millions, 500 millions feront l'objet de lettres d'ouverture de crédits au ministre des finances dès qu'il en fera la demande. Le surplus sera versé au Trésor au fur et à mesure de ses demandes, sous réserve d'une autorisation législative, qui élèvera d'une somme équivalente la limite de la circulation et dispensera la Banque de l'obligation de rembourser ses billets en espèces. L'intérêt de l'avance est fixé au taux de 1 p. 100 l'an.

Les billets de banque étaient remboursables en or ou en argent, au gré de la Banque, les écus de 5 francs ayant pouvoir libératoire illimité. En fait, la Banque donnait de l'or en échange de ses billets. Parfois, cependant, pour décourager les demandes de l'or en vue de l'exportation, elle n'offrait que des pièces de 5 francs en argent, ou, si les demandeurs désiraient de l'or, elle leur en délivrait, mais en lingots et non en espèces, et moyennant une prime qui s'élevait jusqu'à 7 ou 8 p. 1.000.

Cette politique de la prime défensive évitait à la Banque

de modifier trop fréquemment le taux de l'escompte, mais elle relevait du montant de la prime le gold point de sortie; si elle était légale, c'était une erreur au point de vue économique et au point de vue du crédit du billet sur les marchés français (1).

Cette politique de la prime défensive était un aspect de la politique générale suivie par l'institut d'émission : l'accroissement des encaisses. Leur moyenne s'élève d'un milliard en 1868, de 2 milliards en 1882, à 3 milliards en 1894; dès 1901, elle dépasse 3 milliards et demi. Cet accroissement porte sur l'or et s'accompagne de la diminution progressive du métal blanc, proportionnelle jusqu'en 1906, absolue à partir de 1907. La France possède alors environ le septième du total des réserves mondiales d'or visibles (2).

Encaisse métallique de la Banque de France
(en millions de francs)

	OR	ARGENT	TOTAL
Au 31 décembre 1912.	3.207.3	689.2	3.896.5
1913.	3.517.4	640.1	4.157.5
1914.	4.158.5	355.9	4.514.4

La politique de l'or, poursuivie d'ailleurs dans d'autres pays, a pour objet de fortifier le gage métallique des billets, dans l'hypothèse d'une mobilisation générale où le gouvernement ferait jouer la convention du 11 novembre 1911 et demanderait à la Banque l'avance supplémentaire prévue, avec élévation du maximum de l'émission des billets.

Pour défendre son encaisse métallique, la Banque de

1. Pommery, *Changes et monnaies*, p. 165.

2. Ramon, *op. cit.*, p. 419.

France pratiquait la politique de l'élévation du taux de l'escompte, mais sans méconnaître sa mission de distributrice du crédit. Elle plaçait au premier rang de ses devoirs la stabilité et la modération du taux de l'escompte. De 1898 à 1913, le nombre des variations de ces taux n'avait pas dépassé, 14, tandis qu'il atteignait 62 en Allemagne et 79 en Angleterre; le taux oscillait entre 2 et 4 1/2 p. 100, en Allemagne entre 3 et 7 1/2 p. 100, en Grande-Bretagne entre 2 1/2 et 7 1/2 p. 100 (1).

En 1903, la Banque de France n'hésitait pas à laisser sortir de l'or pour éviter la hausse du loyer de l'argent. Elle accordait des facilités aux importateurs par des avances sans intérêts pendant le temps nécessaire au transport. Pendant la crise américaine de 1907, elle s'abstint d'accorder de telles facilités, pour éviter d'accroître les difficultés du marché des Etats-Unis, pendant une période pénible (2).

La politique de la Banque de France lui assurait de larges liquidités, qui couvraient ses engagements à vue (circulation et dépôts) et donnaient aux billets une parfaite sécurité.

Situation de la Banque de France

Encaisse. — Portefeuille. — Avances. — Circulation
Dépôts sur titres

(en millions de francs).

au 31 /12 /1912 ...	3.896.5	1.719.7	714.3	5.584.3	649.9
au 31 /12 /1913 ...	4.157.5	1.526.4	742.4	5.713.6	575.3

Les billets de banque étaient donc, intégralement, couverts par des valeurs réelles à vue (encaisse) ou à court terme (portefeuille, avances sur titres). La proportion de l'encaisse métallique aux billets approchait de 70 p. 100

1. Ramon, *op. cit.*, p. 425.

2. Ramon, *op. cit.*, p. 419 et note 1.

au 31 décembre 1912; au 31 décembre 1913, elle dépassait 72 p. 100.

D'autre part, le budget général de 1913 se soldait par un excédent de 24 millions de recettes (3.091 millions) sur les dépenses (3.067 millions) et la balance des comptes de la période quinquennale de 1909 à 1913 accusait un excédent actif de plus d'un milliard (1).

Aussi le franc marquait-il une stabilité à peu près parfaite sur le marché des changes.

Cours des changes à Paris.

(Cours moyen)

	LIVRE STERLING	DOLLAR
1909	25.18	5.16
1910	25.23	5.17
1911	25.26	5.18
1912	25.24	5.17
1913	25.25	5.18
	(pair : 25.22)	(pair : 5.18)

En résumé, à la veille de la guerre de 1914, le franc papier, convertible en or, couvert dans la proportion de 7/10^{es} par une encaisse métallique et intégralement par les disponibilités à vue ou à court terme de la Banque d'émission, jouissait sur le marché intérieur comme sur les marchés étrangers de la confiance générale, et était accepté aux environs du pair dans les règlements internationaux. Pratiquement, le billet de la Banque de France valait de l'or, le change français oscillait entre les limites étroites des gold points et faisait le plus souvent prime sur les meilleures devises (1).

1. D'après H. G. Moulton, 1.239 à 1.339 millions (Pommery, *Changes et monnaies*, p. 213).

2. Pommery, *op. cit.*, p. 165.

CHAPITRE II

LA MONNAIE PENDANT LA GUERRE

Section première. — La Monnaie métallique.

Dès le début de la guerre et l'institution du cours forcé des billets de banque, les pièces d'or et d'argent ont complètement disparu de la circulation. Le public attachait instinctivement plus de prix à des pièces frappées en un métal précieux qui devait conserver sa valeur commerciale, peut-être la voir augmenter, qu'à des billets même intégralement garantis par des valeurs réelles, mais que le gonflement des émissions risquait de déprécier. La pénétration des établissements de crédit jusque dans les campagnes, et leur propagande en faveur des dépôts et des placements en valeurs mobilières, avaient réduit les habitudes de thésaurisation; elles reflourissaient avec le cours forcé des billets, le moratoire des dépôts en banque et l'arrêt des transactions en Bourse ou la chute des cours.

Au début de la guerre, la balance des comptes reste favorable : la disparition des monnaies métalliques s'explique donc exclusivement par la thésaurisation; l'excédent des créances sur l'étranger détermine un courant d'or vers la France, et non en sens inverse.

Le fléchissement des exportations, conséquence de la mobilisation générale, et l'énorme augmentation des impor-

tations ne tardent pas à rendre débitrices la balance du commerce et la balance des comptes. Pour entraver l'exode des monnaies métalliques, le Parlement en interdit l'exportation. La frappe des pièces d'argent de 5 francs avait été prohibée par la convention de 1878; en 1915, le monnayage des pièces d'or est suspendu.

L'interdiction de sortie des monnaies métalliques supprime leur circulation entre les divers Etats. Cependant, comme le change suisse faisait prime sur celui des autres Etats, leurs monnaies affluèrent en Suisse, en dépit des interdictions d'exportation du numéraire.

Une conférence monétaire réunie en 1920 entre les Etats de l'Union Latine décida la nationalisation réciproque des pièces divisionnaires françaises et suisses. Le 4 octobre 1920, le Conseil fédéral interdit l'entrée sur le territoire de la Confédération des écus de 5 francs. Cette mesure étant impuissante à arrêter l'afflux en Suisse de l'argent monnayé, un arrêté du Conseil fédéral du 28 décembre 1920 démonétisa les écus de tous les Etats membres de l'Union Latine : ceux-ci acceptèrent tacitement la décision du Conseil fédéral, couvrant ainsi l'irrégularité d'une mesure prise unilatéralement par le gouvernement helvétique.

Sur l'initiative du Conseil fédéral, une conférence fut convoquée à Paris, le 21 novembre 1921. La Suisse demandait la liquidation des écus des Etats de l'Union Latine, accumulés chez elle pour un montant de 225.490.000 francs, et le rapatriement de 6.495.000 francs de monnaies divisionnaires belges non nationalisées.

La conférence ratifia la mise hors cours par la Suisse des écus des autres Etats et des pièces d'appoint belges. Elle mettait ainsi la Confédération à l'abri d'une sursatu-

ration de sa circulation, et évitait aux autres Etats les pertes futures provenant d'une nouvelle liquidation.

La Conférence de Paris autorisait en outre la Suisse à faire une nouvelle frappe d'écus à son effigie jusqu'à concurrence de 69.522.000 francs, en fondant des écus italiens, belges et grecs prélevés sur son stock actuel.

L'Union Latine a cessé d'exister depuis que les lois internes de stabilisation ont donné de nouvelles définitions des unités monétaires belge, italienne, française et grecque. Des cinq Etats de l'Union, la Suisse conserve seule aujourd'hui l'unité monétaire qui était commune à toutes les puissances groupées dans cette Union.

Pour suppléer à la brusque disparition des monnaies divisionnaires d'argent, les Chambres de commerce avaient été autorisées à émettre des billets. A partir de 1921, ces billets, dont l'intense circulation occasionnait l'usure rapide, ont été remplacés par des jetons en bronze d'aluminium de 2 francs, 1 franc et 0 fr. 50, émis au nom des Chambres de commerce et considérés comme une monnaie provisoire. Au 31 décembre 1925, il avait été frappé 939.458.559 jetons, d'une valeur nominale de 908.705.713 fr. 50 (1).

Les pièces d'or et les écus de 5 francs disparus de la circulation ont été remplacés dès la promulgation du cours forcé par des billets de 20 francs, de 10 francs et de 5 francs, émis par la Banque de France, « payables à vue et au porteur », mais, bien entendu, soumis au cours forcé. Ces billets devaient être retirés de la circulation avant le 31 décembre 1932 et cesser à cette date d'avoir cours légal. (Loi du 25 juin 1928, article 7.) La loi du 28 février 1933 portant autorisation de douzième provisoire a prorogé ce délai jusqu'au 31 décembre 1933.

1. Pommery, *op. cit.*, p. 161.

« Les jetons des Chambres de commerce seront, au fur
« et à mesure de leur retrait de la circulation, remplacés,
« type pour type, par des monnaies émises par l'Etat. »
(Loi du 25 juin 1928, article 8.)

Les monnaies d'or et d'argent ont complètement cessé, pendant la guerre, de jouer leur rôle normal d'instruments des échanges sur le marché intérieur. Par suite de l'énorme déficit de la balance des comptes, l'or ne pouvait pas non plus servir de mode de règlement des dettes internationales : le stock national eût bientôt été épuisé et l'exportation des métaux précieux était prohibée. L'or a été utilisé comme procédé de règlement, puis de garantie de crédits extérieurs accordés à l'Etat. Pour maintenir le stock dont il avait besoin à cet effet, l'Etat a fait appel au patriotisme des particuliers : il leur a demandé d'apporter les pièces d'or qu'ils thésaurisaient, en échange de billets de banque pour leur valeur nominale, sans leur allouer aucune prime.

Nous retrouverons cette politique, qui se rattache à la défense du change, en étudiant le billet de banque pendant la guerre.

Section II. — Les Billets de Banque.

Dès le lendemain de la déclaration de guerre de l'Allemagne, entrent en jeu les mesures préparées par les conventions du 11 novembre 1911, en vue de donner au Trésor les moyens de financer la guerre et à la Banque de France, les moyens de secourir le Trésor et le commerce. La loi du 5 août 1914 élève provisoirement à 12 milliards le maximum des émissions de billets de banque, et elle autorise le gouvernement à le porter au delà de cette limite par décret en Conseil d'Etat. Elle dispense la Banque de l'obligation de

rembourser ses billets en espèces, jusqu'à ce qu'il en soit disposé autrement par une loi. Elle approuve les deux conventions du 11 novembre 1911 portant engagement pour la Banque de mettre à la disposition de l'Etat une avance de 2.900 millions de francs.

La disparition de l'or de la circulation fait des billets de banque l'unique instrument des échanges. Les particuliers sont obligés de les accepter en paiement sans limitation et sans pouvoir demander à l'institut d'émission le remboursement en espèces métalliques. Cette obligation est aisément acceptée. Le cours légal des billets n'est pas, comme en 1848 et en 1870, une règle provisoire, accessoire du cours forcé. Depuis 1875, c'est un caractère définitif, consacré par une disposition législative. Les particuliers comme les caisses publiques sont habitués depuis près de quarante ans à recevoir en paiement les billets de banque sans même se servir de la faculté de les convertir en espèces. Ce long usage, plus encore que l'article 28 de la loi du 3 août 1875, a consacré le rôle monétaire du billet de banque. L'établissement du cours forcé, déjà pratiqué à deux reprises sans inconvénients, ne détruit pas la confiance du public dans le billet.

La position internationale du franc est même excellente pendant les premiers mois de la guerre.

Les hostilités ralentissent le trafic international. Pendant la période d'août à décembre 1914, la moyenne mensuelle des importations tombe à 282 millions de francs, contre 713 millions dans les mois antérieurs de la même année, et 702 dans la période correspondante de 1913. Le fléchissement des exportations, bien que notable, est relativement moindre : la moyenne des cinq derniers mois de 1914 est de 201 millions, au lieu de 552 millions dans les sept pre-

miers mois, et de 594 pour la période d'août à décembre 1913. L'excédent mensuel moyen des importations sur les exportations est ainsi ramené de 160 à 80 millions de francs.

Cette réduction de moitié du déficit de la balance commerciale coïncide avec l'échéance d'un grand nombre de coupons de valeurs étrangères détenues par le portefeuille national. La France dénonce, en outre, ses crédits en cours à l'étranger et rapatrie tous ses capitaux employés à court terme à l'extérieur. La balance des comptes se trouve ainsi plus favorable encore qu'avant l'ouverture des hostilités. Cette situation se reflète sur le change; le franc fait prime sur la plupart des devises étrangères. En octobre-novembre 1914, la prime du change atteint au maximum de 0,88 p. 100 sur la livre sterling et de 2,82 p. 100 sur le dollar, au lieu de 0,26 et 0,44 p. 100 le 15 juillet 1914.

La réalisation des créances extérieures est rendue extrêmement difficile faute de contrepartie. La Banque de France en achète pour 400 millions, afin d'en aider l'écoulement et de se constituer une réserve de change en prévision du déficit de la balance des comptes.

Cette situation favorable ne tarde pas, en effet, à se renverser, dès le début de l'année 1915, et la monnaie nationale commence cette longue période de dépréciation que, treize années plus tard, après d'impressionnantes vicissitudes, viendra clore la loi du 25 juin 1928, en consacrant la perte de valeur du franc.

Les causes de la dépréciation de la monnaie nationale se résument dans l'énorme accroissement des besoins de l'Etat résultant de la conduite de la guerre. Pendant plus de quatre ans, il faut entretenir des millions de soldats, une population civile accrue de réfugiés alliés, équiper les troupes, et surtout fabriquer sans trêve des canons, des

mitrailleuses, des munitions, des avions, des automobiles. Les dépenses de l'Etat s'enflent dans une mesure qu'on n'aurait pu s'imaginer. La Trésorerie, le budget ne peuvent y faire face par les seules ressources fiscales. Ils empruntent et creusent davantage encore le déficit.

La production nationale, ralentie par la mobilisation générale, diminuée par l'occupation de six départements riches en houille, en fer, en céréales, ne peut suffire à cette augmentation de la demande. Il faut chercher au dehors les matières premières, le blé, la viande, les produits fabriqués. Tandis que les exportations fléchissent, les importations enflent dans une proportion inquiétante. L'énorme excédent des importations sur les exportations ne tarde pas à absorber le solde actif de la balance des comptes, à orienter cette balance vers un déficit qui s'accroît de plus en plus. La France n'a pas assez de moyens de paiements pour le combler et le change poursuivrait une ascension vertigineuse, si l'octroi de crédits extérieurs, et surtout la solidarité financière des alliés, n'arrêtaient artificiellement sa poussée.

§ 1^{er}. — *La dépréciation des billets à l'intérieur.*

Pendant la guerre, l'Etat ne peut songer qu'à vivre, à défendre son existence et à poursuivre la lutte jusqu'à la victoire. Il couvre tant bien que mal ses dépenses par des moyens de fortune, sans pouvoir tenter de maintenir intacte la valeur de sa monnaie.

La situation budgétaire est sans précédent. Les dépenses de l'Etat, dans l'ensemble des cinq exercices 1914-1918, s'élèvent au total à 170,6 milliards, tandis que le budget de 1913 dépassait à peine 3 milliards. Les recettes normales

totales n'atteignent que 26,2 milliards. Le déficit à la fin de l'exercice 1918 est donc de 144,4 milliards. Pour le combler, les pouvoirs publics ont recouru à diverses formes d'emprunt.

a) *Les avances de la Banque à l'Etat
et la circulation des billets.*

La plus facile, prévue par les conventions du 11 novembre 1911 et autorisée par la loi du 5 août 1914, c'est l'appel aux avances de la Banque de France. Le Gouvernement ne tarde pas à demander à la Banque de nouvelles avances. Au cours de la guerre, six conventions avec l'Institut d'émission élèvent successivement le montant des avances que l'Etat pourra obtenir, et le Gouvernement élève corrélativement par des décrets en Conseil d'Etat la limite maxima d'émission des billets de banque.

*Avances exceptionnelles de la Banque de France
et limites d'émission des billets
(en millions de francs)*

<i>Conventions</i>	<i>Lois de ratification</i>	<i>Montant des avances autorisées</i>	<i>Lois ou décrets</i>	<i>Limites maxima d'émission des billets</i>
11 / 11 / 1911	5 / 8 / 1914	2.900	loi du 5 août 1914	12.000
21 / 9 / 1914	26 / 12 / 1914	6.000		
4 / 5 / 1915	10 / 7 / 1915	9.000	D. 11 / 5 / 1915	15.000
			D. 15 / 3 / 1916	18.000
13 / 2 / 1917	16 / 2 / 1917	12.000	D. 15 / 2 / 1917	21.000
			D. 10 / 9 / 1917	24.000
20 / 10 / 1917	4 / 10 / 1917	15.000	D. 7 / 2 / 1918	27.000
4 / 4 / 1918	5 / 4 / 1918	18.000	D. 3 / 5 / 1918	30.000
5 / 6 / 1918	7 / 6 / 1918	21.000	D. 5 / 9 / 1918	33.000

La convention du 21 septembre 1914 stipule que les bons remis à la Banque en garantie de ses avances rapporteront, à partir de l'année qui suivra la cessation des hostilités, un intérêt de 3 p. 100 au lieu de 1 p. 100, le supplément étant porté à un compte de réserve destiné à couvrir les pertes sur le portefeuille commercial de la Banque.

Le Gouvernement s'engage à rembourser, dans le plus bref délai possible, les avances — soit au moyen des ressources ordinaires du budget, soit sur les premiers emprunts, soit sur les autres ressources extraordinaires dont il pourra disposer.

Conformément à cet engagement, le Trésor opéra des remboursements, notamment sur le produit des grands emprunts, et, au mois d'août 1918, par la cession d'une créance de 200 millions de dollars sur le Trésor des Etats-Unis. Le total des crédits ouverts à l'Etat par l'Institut d'émission de 1914 à 1918 s'élevait à 21 milliards de francs. Au cours de cette période, l'Etat préleva effectivement 17.150 millions, compte tenu de 8.850 millions de remboursements. A la fin de chaque année, la dette effective de l'Etat envers la Banque s'élevait aux chiffres suivants :

Au 31 décembre 1914....	3.900 millions
— 1915....	5.000 —
— 1916....	7.400 —
— 1917....	13.000 —
— 1918....	17.150 —

En outre, la Banque avait escompté 3.526 millions de bons du Trésor, pour permettre à l'Etat d'effectuer des avances à certaines puissances alliées. Au total, les concours exceptionnels donnés à l'Etat par l'Institut d'émission représentaient un actif immobilisé d'environ 20 milliards et demi.

Le montant des billets en circulation avait naturellement suivi la progression des avances de la Banque à l'Etat. Leur moyenne a presque quadruplé de 1914 à 1918 :

Moyenne du montant des billets en circulation
(en millions de francs)

1914	7.325,4
1915	12.280,4
1916	15.551,9
1917	19.845,3
1918	27.536,2

La Banque, qui avait pris avant la guerre la précaution de se constituer une importante encaisse métallique, réussit à l'augmenter pendant la guerre. Mais à partir de 1916, une fraction importante de son or était déposé à l'étranger, en garantie de crédits extérieurs et, par conséquent, immobilisé. Si l'on défalque cet élément, l'encaisse métallique servant de gage réel aux billets, notablement accrue en 1914 et surtout en 1915, est inférieure, de 1916 à 1918, à l'encaisse de 1913 à 1915, alors que la circulation fiduciaire s'est considérablement accrue.

(Voir tableau ci-contre)

Même si l'on tient compte de l'encaisse totale, y compris l'or à l'étranger, le pourcentage de garantie métallique des billets, qui atteignait, en 1913, 70 p. 100, diminue sensiblement.

31 décembre 1914.....	45	%
— — 1915.....	40	%
— — 1916.....	32,3	%
— — 1917.....	25,1	%
— — 1918.....	19,2	%

SITUATION DE LA BANQUE DE FRANCE AU 31 DECEMBRE DE CHAQUE ANNEE

(en millions de francs)

Années	Encaisse métallique			Disponi- bilités et Avoirs à l'étranger	Porte- feuille et effets prorogés	Avances sur titres	Avances à l'Etat	Circulation de billets	Dépôts
	Or	Or à l'étranger	Argent						
1913	3.517,4	»	640,1	»	1.526,4	742,4	»	5.713,6	575,3
1914	4.158,5	»	355,9	»	3.736,0	742,9	3.900	10.042,9	2.650,6
1915	5.079,7	»	351,7	988,1	2.233,2	1.152,8	5.000	13.216,4	2.075,8
1916	3.489,6	1.592,7	296,7	729,6	1.948,5	1.307,3	7.400	16.580,5	2.190,7
1917	3.313,1	2.037,1	247,2	736,2	1.986,6	1.210,9	12.500	22.336,1	2.874,6
1918	3.440,5	1.978,2	318,3	1.300,5	2.074,9	1.202,8	17.150	30.249,6	2.366,2

A la fin de la guerre, les billets ne sont donc couverts par l'encaisse que pour le cinquième à peine de leur montant en circulation.

Comparons maintenant le total des engagements de la Banque (circulation et dépôts), à l'ensemble de ses éléments liquides : encaisse en France, disponibilités et avoirs à l'étranger, portefeuille et effets prorogés (en négligeant les délais de recouvrement et les risques d'insolvabilité); avances sur titres :

	LIQUIDITÉS	ENGAGEMENTS
	(en millions de francs)	
Au 31 décembre 1914....	8.993,3	12.693,5
— — 1915....	9.805,5	15.292,2
— — 1916....	7.771,7	18.771,2
— — 1917....	7.494,0	25.210,7
— — 1918....	8.337,0	32.615,8

Le pourcentage des éléments liquides, ou exigibles à brève échéance, aux engagements diminue de plus en plus.

31 décembre 1914.....	70	%
— — 1915.....	64	%
— — 1916.....	41,5	%
— — 1917.....	30	%
— — 1918.....	25	%

Ce fléchissement ne résulte pas seulement de l'augmentation du poste d'avances à l'Etat, mais aussi de la diminution de l'encaisse métallique en France, de l'augmentation des dépôts et de la progression, déduction faite des avances à l'Etat, du montant des billets en circulation.

Billets en circulation sous déduction des avances à l'Etat
(en millions de francs)

31 décembre	1914.....	6.142,9
— —	1915.....	8.216,4
— —	1916.....	9.180,5
— —	1917.....	9.836,1
— —	1918.....	13.099,6

Il y a lieu de mentionner à part les 3.526 millions empruntés par l'Etat à la Banque de France pour faire des avances aux gouvernements alliés. Ils subissaient la taxe ordinaire d'escompte et n'étaient pas compris dans le montant utilisable des avances à l'Etat.

Déduction faite du montant des billets remis en avances à l'Etat, le total des billets émis par la Banque de France pour ses opérations commerciales a passé de 6.142,9 millions, au 31 décembre 1914, à 9.573,6 au 31 décembre 1918, soit une augmentation de 50 p. 100 environ.

Pour permettre aux banques de dépôts de faire face aux demandes de retrait dans les jours qui précédèrent la guerre, la Banque de France leur avait consenti des réescomptes illimités. Du 27 juillet au 1^{er} août 1914, son portefeuille commercial avait doublé, passant de 1.583 millions à 3.041 millions.

Son concours permet aux grands établissements de crédit d'accepter, dès le 29 décembre 1914, de rembourser la totalité des dépôts.

D'autre part, en novembre 1914, la Banque de France prête à la Chambre syndicale des agents de change de Paris son appui pour le remboursement d'un acompte de 40 p. 100 sur les sommes placées en reports et rendues indisponibles par l'ajournement de la liquidation en Bourse de fin juillet 1914.

Puis elle met à sa disposition 250 millions, pour opérer la liquidation à l'approche du premier emprunt de guerre.

Le mouvement des escomptes fléchit dans les premiers mois de la guerre. La crise se traduit par un accroissement des transactions au comptant, facilitées d'ailleurs par l'élargissement de la circulation monétaire.

De 18.802 millions, en 1914, le total des escomptes de la Banque de France tombe, en 1915, à 2.823,8 millions et 49 p. 100 des effets sont inférieurs à 100 francs. Mais la reprise se poursuit dès 1916 :

Total des escomptes de la Banque de France
(en millions de francs)

1915	2.823,8
1916	6.547,6
1917	9.498,1
1918	14.584,7

Le taux de l'escompte, élevé de 3 1/2 à 4 1/2 %, le 30 juillet 1914, à 6 %, le 1^{er} août, avait été réduit à 5 % dès le 20 août, et fut maintenu jusqu'au 8 avril 1920.

Le mouvement des avances sur titres suit à peu près celui des escomptes.

(en millions de francs)

1915	3.238
1916	4.212,8
1917	5.373,3
1918	9.243,6

La progression des escomptes et des avances sur titres explique l'augmentation de la circulation fiduciaire indé-

pendante des avances à l'Etat. Ces opérations donnent lieu à des émissions de billets; mais les billets mis en circulation à l'occasion de l'escompte ont pour contrepartie des valeurs réelles exigibles à court délai, et sont bientôt résorbés par le recouvrement des effets escomptés.

b) *Les Bons de la Défense Nationale*

Avant la guerre, les bons du Trésor étaient le moyen le plus souple d'adapter les ressources de la Trésorerie à ses besoins momentanés. C'étaient des titres à courte échéance, d'un mois à un an, portant un faible intérêt, payable d'avance sur le prix d'achat, et souscrits surtout par les banques et les compagnies de chemins de fer.

L'émission des bons du Trésor a continué pendant la guerre dans cette clientèle spéciale, mais le taux minime de l'intérêt en a presque tari la source jusqu'en 1918, où il a été élevé.

Montant des Bons du Trésor

(en millions de francs)

Au 1 ^{er} janvier 1914.....	440
— 1915.....	116
— 1916.....	43
— 1917.....	44
— 1918.....	30
— 1919.....	580

Dès le début des hostilités, M. Ribot, ministre des finances, a imaginé une autre forme de bons et y a attaché des avantages spéciaux, pour en assurer la diffusion dans la masse du public. Le décret du 13 septembre 1914 crée les

bons de la Défense nationale, à 3 mois, 6 mois et un an, portant un intérêt élevé de 3 p. 100, payable d'avance et net d'impôts, admis en paiement des souscriptions aux emprunts futurs, et à l'escompte de la Banque de France, à trois mois d'échéance. Les souscriptions ont lieu à tous les guichets des comptables publics, de la Banque de France et des établissements de crédit. Les émissions, soutenues par une large publicité, ont lieu en permanence.

Ces avantages considérables ont assuré aux bons de la Défense nationale la faveur générale. Par suite de leur immense succès, ils ont cessé d'être un expédient temporaire de Trésorerie, et sont devenus pour les gouvernements un moyen facile de se procurer des ressources permanentes pour équilibrer le budget. Cette politique s'est poursuivie après la guerre.

Pour éviter les dangers d'une dette flottante trop considérable, la loi du budget fixait chaque année le chiffre maximum des bons du Trésor. Depuis 1914, le maximum était de 600 millions par an. Les lois de crédits, à partir de 1913, ont supprimé toute limitation.

Aussi le montant des bons de la Défense nationale s'élève-t-il rapidement.

(en millions de francs)

1 ^{er} janvier 1913.....	1.619
— 1916.....	6.963
— 1917.....	12.574
— 1918.....	19.522
— 1919.....	22.335

Compte tenu des remboursements de bons et des bons émis pour la souscription des divers emprunts, les émissions ont fourni au Trésor une ressource nette de :

en 1914.....	1.128 millions	
en 1915.....	6.974	—
en 1916.....	6.311	—
en 1917.....	9.947	—
en 1918.....	2.815	—

Les bons de la Défense nationale ont ainsi joué un rôle de premier plan dans le financement de la guerre et dans l'économie nationale. Ils ont drainé l'épargne de la population; ils sont devenus l'instrument de placement temporaire de toutes les disponibilités monétaires. Le moratoire des dépôts en banque a longtemps ralenti le mouvement des dépôts. Le public trouvait dans les bons de la Défense un emploi plus avantageux, plus sûr puisque garanti par l'Etat, et disponible, grâce aux bons de trois mois et à la faculté d'escompte. La pratique de la vente au comptant et la disparition presque complète du papier de commerce privait les établissements de crédits des opérations d'escompte; la fermeture du marché à terme supprimait les reports : le bon de la Défense avait presque le monopole des placements à court terme des fonds disponibles des particuliers, des banques, des sociétés.

L'émission des bons de la Défense nationale constituait-elle de l'inflation, au même titre que les émissions de billets pour les besoins de l'Etat, et exerce-t-elle une influence équivalente sur le mouvement des prix ?

On a parfois assimilé les bons de la Défense à la monnaie. Ce rapprochement est inexact. Les bons n'ont pas, comme les billets de banque, cours légal, et les créanciers ont le droit de les refuser en paiement. Leur emploi comme instruments de règlement est plutôt exceptionnel. D'ailleurs « chaque instrument de paiement (monnaie légale, chèque,

effet de commerce, bon de la Défense) a une vitesse de circulation qui lui est propre, et dont le degré différent lui donne une action également différente sur le mouvement des prix : or la vitesse de circulation des bons de la Défense est certainement la plus faible de toutes. Leur action sur les prix ne doit guère dépasser celle qu'avaient autrefois les effets de commerce employés directement comme moyen de paiement » (1).

L'émission des bons de la Défense n'est pas par elle-même de l'inflation, puisqu'elle s'opère au contraire par un prélèvement sur les disponibilités du public. L'Etat remet seulement dans la circulation, en payant ses dépenses, des billets qu'il avait prélevés sur la circulation. Mais si le bon de la Défense n'est pas une monnaie, il constitue une disponibilité monétaire en puissance. Les détenteurs peuvent demander le remboursement à l'échéance, ou faire escompter les bons par la Banque de France s'ils ont moins de trois mois à courir. Sans supposer même une panique, qui pousse les porteurs à présenter en masse les bons au remboursement, il suffit d'une reprise des affaires un peu vive pour augmenter le besoin de billets. L'encaissement au Trésor des bons échus, l'escompte à la Banque de France des bons à moins de trois mois d'échéance, nécessitent l'émission de nouveaux billets. Toute nouvelle émission de bons constitue donc une émission potentielle de billets, entraînant, si elle se réalise, hausse des prix. L'escompte des bons par les banques les transforme en crédits utilisables par chèques. La multiplication des francs sous forme de chèques, comme sous forme de billets, augmente le pouvoir d'achat entre les mains des particuliers et détermine une tendance à la hausse des prix.

1. Rist, *La déflation en pratique*, p. 73.

En résumé, l'émission de bons n'exerce pas sur les prix l'action directe d'un accroissement du montant des billets, qui augmente la masse des instruments d'échange en circulation. Son action sur les prix intérieurs est subordonnée à l'escompte ou au remboursement des bons, c'est-à-dire à une panique ou au besoin d'un supplément de moyens monétaires. Pendant la guerre, les bons émis ont été régulièrement renouvelés, ou absorbés dans des emprunts. Le Trésor n'a pas eu à faire face à des remboursements supérieurs aux renouvellements, au contraire, le montant des bons en circulation a progressivement augmenté. C'est après la guerre qu'on verra jouer cette cause d'inflation.

Le renouvellement régulier et l'augmentation des souscriptions des bons ont d'ailleurs été obtenus grâce à leurs avantages exorbitants. Le taux d'intérêt de 5 p. 100, exceptionnel pour des titres à très court terme, a constitué une lourde charge pour les budgets et contribué à aggraver le déficit et l'inflation. L'exemption d'impôts, que le législateur de 1914 avait refusé aux titres de l'emprunt, faisait perdre une recette à l'Etat.

L'escompte des bons a pour conséquence, soit une émission de billets, soit une ouverture de crédit en banque. Les dépôts et comptes courants créditeurs ont relativement peu augmenté pendant la guerre, et le gonflement de la circulation des billets a eu dans leur accroissement une part infiniment plus grande que l'escompte des bons.

Cet escompte, pendant la guerre, s'est donc réalisé surtout sous forme d'émission de billets par la Banque de France. Cette opération a engendré un accroissement des pouvoirs d'achat. Mais le besoin monétaire, qui suscitait les demandes d'escompte de bons, comme d'escompte du papier

de commerce, résultait moins du mouvement des affaires que de la hausse des prix, corollaire de l'inflation fiduciaire.

c) Les dépôts de fonds particuliers au Trésor.

En dehors des avances de la Banque d'émission et des bons de la Défense nationale, la dette flottante comprend les dépôts et comptes d'un certain nombre d'établissements publics, qui doivent verser au Trésor leurs fonds disponibles (communes, départements, Caisse des dépôts et consignations, Caisses d'épargne, Crédit foncier) et des dépôts de fonds particuliers. Ce dernier poste a pris depuis la guerre une grande ampleur.

Un décret du 11 décembre 1914 encourageait les avances traditionnelles des trésoriers généraux au Trésor. Un autre décret du 29 juin 1916 a autorisé la Caisse centrale du Trésor public à ouvrir elle-même aux particuliers en relations avec le Trésor, des comptes de dépôts, remboursables à vue ou avec préavis d'un mois. Ces comptes se sont surtout développés après la guerre. Pendant la période de guerre, le poste Divers de la dette flottante, comprenant notamment les dépôts et comptes courants, le solde des comptes de chèques postaux, s'élevait aux chiffres suivants :

(en millions de francs)

1 ^{er} janvier 1914.....	1.022
— 1915.....	1.802
— 1916.....	1.669
— 1917.....	1.979
— 1918.....	1.339
— 1919.....	2.738

Il y a lieu de déduire la créance du Trésor sur les souscripteurs de rentes non libérées, soit au 1^{er} janvier 1916, 1.838 millions, et au 1^{er} janvier 1917, 1.808 millions.

Ces comptes permettent au Trésor de se procurer aisément des ressources; mais ils l'exposent à des demandes de remboursement à vue ou à court délai de préavis. Ils offrent ainsi le même danger que les bons de la Défense nationale : pour faire face aux remboursements, l'Etat, dont le budget ou la trésorerie est en déficit, est obligé de recourir aux avances de la Banque d'émission, d'augmenter sans contrepartie la circulation fiduciaire.

Lorsque la situation des finances publiques n'est pas saine, les trois procédés de Trésorerie que nous venons d'analyser, avances, bons, comptes courants, conduisent ainsi au même résultat : l'inflation, le premier, directement, les deux autres, indirectement.

Pendant la guerre, le succès des bons de la Défense, le volume restreint des dépôts et comptes courants, ont évité ce recours indirect à une émission supplémentaire de billets et ce sont surtout les avances de la Banque à l'Etat, génératrices directes d'inflation, qui ont compromis la valeur de la monnaie.

La période de guerre a cependant pesé sur la situation financière et monétaire de l'après-guerre, en lui léguant un lourd passif flottant, qui dépassait, au 1^{er} janvier 1919, 43 milliards.

Dettes flottante au 1^{er} janvier 1919.

(en millions de francs)

Bons du Trésor	581
Bons de la Défense nationale	22.335
Avances de la Banque de France	17.150
Avances de la Banque d'Algérie	215
Divers (dépôts et comptes courants, etc.)..	27.035
Total	43.015

d) *Les emprunts perpétuels.*

La politique des avances et des bons de la Défense pratiquée pendant la guerre détournait ces procédés de trésorerie de leur rôle normal pour en faire, dans une mesure singulièrement large, les pourvoyeurs permanents du budget. Le gouvernement ne pouvait cependant laisser s'enfler sans péril la masse des avances et des bons. Pour la résorber et pour se procurer de nouvelles ressources, il a fait appel à l'emprunt perpétuel, de préférence à l'impôt.

La France a émis pendant la guerre quatre emprunts perpétuels, deux du type 5 p. 100 en 1915 et en 1916, deux du type 4 p. 100 en 1917 et en 1918.

En capital nominal, ces emprunts représentent :

(en millions de francs)	
Emprunts 1915 et 1916.....	18.857
— 1917.....	9.003
— 1918.....	20.598
soit un total de	48.458

Leur produit net, non compris les consolidations et conversions, s'est élevé à :

(en millions de francs)

Emprunt 1913.....	6.263
— 1916.....	5.423
— 1917.....	5.174
— 1918.....	7.246

Au total, ces quatre emprunts ont fourni à l'Etat 24 milliards en « argent frais », c'est-à-dire en numéraire, et ils lui ont permis de transformer environ 30 milliards de sa dette flottante en dette consolidée.

Quelles ont été les conséquences de ces emprunts perpétuels sur la valeur de la monnaie ?

Comme l'émission des bons de la Défense nationale, les emprunts enlèvent une quantité massive de monnaie fiduciaire à la circulation : les quatre emprunts de guerre ont ainsi aspiré 24 milliards de billets de banque. L'Etat a évité le recours à une nouvelle inflation fiduciaire ou à l'augmentation de la dette flottante. Il a même réalisé une déflation effective, dans la mesure où il a remboursé à la Banque de France ses avances sur le produit des emprunts. L'apport en souscription, de bons de la Défense nationale a atténué la menace d'inflation que ceux-ci renferment pour l'avenir.

Les souscriptions en argent frais ne représentent pas intégralement un prélèvement sur la circulation monétaire. Des épargnants ont apporté des billets, — un certain nombre, de l'or — qu'ils avaient thésaurisés : la circulation n'est pas diminuée. D'autres ont souscrit avec de l'argent prêté par leur banque. Des établissements ont ouvert des crédits à leur clientèle pour faciliter le succès des emprunts, ou consenti

des avances sur les titres souscrits : dans ces deux cas, elles ont créé un pouvoir d'achat supplémentaire, et fait de l'inflation. En France, toutefois, l'inflation à l'occasion des emprunts a été beaucoup moins importante que l'inflation de crédit dans les pays anglo-saxons : les banques de ces pays ont souvent souscrit aux emprunts de guerre, même à long terme, non pas avec leur capital, mais par de simples inscriptions en compte courant au crédit du gouvernement.

Si, dans l'ensemble, les apports en numéraire ont été prélevés sur la circulation, ce prélèvement ne vaut déflation que pour le montant des billets remboursés par l'Etat à la Banque d'émission. Les autres billets sont destinés à retourner dans la circulation, comme ceux apportés par les souscripteurs, à mesure que l'Etat paiera ses rentiers, ses fournisseurs et ses fonctionnaires.

Les emprunts perpétuels échappent au risque d'inflation inclus dans les émissions de bons de la Défense nationale : l'Etat n'est jamais tenu de les rembourser.

Par contre, ils grèvent le budget du montant des intérêts. L'intérêt réel peut être fort élevé, lorsque les emprunts sont émis au-dessous du pair. Or toute augmentation des dépenses d'un budget déjà déficitaire est une menace d'inflation. Le service des intérêts des emprunts représente dans les budgets de la période de guerre une charge rapidement croissante :

(en milliards de francs)

1914	1,4
1913	1,8
1916	3,3
1917	4,8
1918	7,0

Les emprunts ont ainsi contribué à aggraver le déficit et provoqué de nouveaux appels aux avances de la Banque de France. La charge des intérêts s'est transmise à perpétuité aux budgets ultérieurs et elle compromet leur équilibre. Jusqu'en 1926, elle a été un facteur de déficit et d'inflation.

e) *Les déficits des finances publiques pendant la guerre.*

Pendant la période des hostilités, les diverses formes d'emprunts que nous venons de passer en revue ont été le procédé fondamental, normal, peut-on dire, employé par l'Etat français pour couvrir les dépenses publiques. Ces dépenses, qui dépassaient à peine, en 1913, 5 milliards de francs, ont grossi dans une proportion que nul financier n'aurait pu même concevoir, et les recettes budgétaires étaient bien éloignées de pouvoir y faire face.

Dépenses et recettes totales de l'Etat (1)

(en milliards de francs)

	DÉPENSES	RECETTES	DÉFICIT
1914	10,0	4,5	6,2
1915	22,1	4,1	18,0
1916	36,8	4,9	31,9
1917	44,6	6,2	38,4
1918	56,6	6,8	49,8

Le total des dépenses de 1914 à 1918 s'élève à 170,1 milliards; les recettes ne dépassent pas 26,5 milliards. Le déficit atteint 144,3 milliards.

1. D'après l'Inventaire de la situation financière de la France.

Les recettes fiscales normales et permanentes sont les suivantes :

(en millions de francs)		
1913		4.135
1914		3.492
1915		3.357
1916		4.145
1917		5.109
1918		5.238

Tandis que les impôts représentaient 82,7 p. 100 des recettes dans le budget de 1913, le pourcentage moyen des recettes fiscales pendant la guerre ne dépasse par 15,6 p. 100 de l'ensemble des ressources. L'Etat demande à l'emprunt près de 85 p. 100 de la couverture de ses dépenses.

Les pouvoirs publics pouvaient-ils exiger un plus grand effort des contribuables ? Cela semble difficile, alors que les départements les plus riches du territoire étaient envahis, que les hommes valides étaient tous mobilisés et que toutes les forces productives du pays étaient tendues vers la guerre.

Cependant le régime des impôts directs fut entièrement remanié en 1917, par la mise en vigueur de la loi de 1914 instituant un impôt général sur le revenu, et par l'adoption de la loi du 31 juillet 1917, qui remplaçait les vieilles contributions personnelle-mobilière, patentes et portes et fenêtres par des impôts cédulaires sur les diverses catégories de revenus. Il était peu opportun d'inaugurer en pleine guerre une réforme fiscale aussi radicale, qui introduisait dans le régime des impôts directs les principes de l'évaluation directe, de la déclaration obligatoire et contrôlée, de la progressivité du taux des impôts. L'éducation fiscale des

contribuables était à faire, l'Administration manquait du personnel indispensable pour mettre sur pied l'application d'une législation si nouvelle. Les pouvoirs publics ne pouvaient se faire illusion sur le rendement des nouveaux impôts dans une période aussi exceptionnelle.

Cette politique de financement de la guerre par l'emprunt sous toutes ses formes, emprunts perpétuels, bons à court terme, avances, était une politique de fils de famille. Elle consistait à vivre au jour le jour, sans souci de l'avenir, ni même du lendemain. Le gouvernement cherchait les moyens les plus faciles de se procurer de l'argent, sans se préoccuper du coût de l'opération, de ses conséquences économiques et sociales, de ses répercussions sur la trésorerie et sur l'équilibre du budget.

f) *La dépréciation intérieure de la monnaie.*

Pour apprécier les mouvements de valeur de l'unité monétaire, on s'attache aux mouvements des prix. Le pouvoir d'achat de la monnaie à un moment donné est mesuré par la quantité de marchandises et de services qu'on peut se procurer avec un nombre d'unités de monnaie déterminé. Il augmente quand les prix diminuent, et inversement.

La méthode des nombres-indices des prix ne renseigne qu'imparfaitement sur les variations du pouvoir d'achat de la monnaie. Les indices retiennent seulement certaines catégories de marchandises, en négligent un grand nombre, ainsi que tous les services. Ils ne tiennent pas compte de l'importance relative des divers articles.

Sous cette réserve, les indices des prix de gros donnent une idée approximative suffisante des changements du pouvoir d'achat de la monnaie.

La période de guerre accuse une relation très nette entre l'augmentation de la circulation fiduciaire et la hausse des prix, ou la dépréciation intérieure du franc. On le constate, si l'on met en regard la moyenne trimestrielle de la circulation des billets de la Banque de France et la moyenne trimestrielle des indices des prix de gros établis par la Statistique générale de la France ⁽¹⁾.

	<i>Moyenne trimestrielle de la circulation fiduciaire</i>	<i>Indice de la circulation</i>	<i>Indice des prix</i>
	(en millions de francs)		
4 ^e trimestre 1914.	9.661,2	100	100
1 ^{er} — 1915.	10.751,0	111,2	115,6
2 ^e — 1915.	11.755,1	121,6	126,7
3 ^e — 1915.	12.844,6	132,9	132,8
4 ^e — 1915.	13.907,9	143,9	148,3
1 ^{er} — 1916.	14.170,2	146,6	170,6
2 ^e — 1916.	15.439,1	159,8	181,1
3 ^e — 1916.	16.333,6	169,0	176,7
4 ^e — 1916.	16.421,6	169,9	190,7
1 ^{er} — 1917.	17.700,3	183,2	215,2
2 ^e — 1917.	19.329,0	200,0	247,3
3 ^e — 1917.	20.489,2	212,0	262,6
4 ^e — 1917.	22.212,4	229,8	283,0
1 ^{er} — 1918.	23.930,5	247,6	308,8
2 ^e — 1918.	27.128,3	280,7	320,3
3 ^e — 1918.	29.394,5	304,2	334,8
4 ^e — 1918.	30.064,3	311,2	343,6

Les prix de gros correspondent assez exactement aux mouvements de la circulation fiduciaire. Sauf dans le second

1. Lachapelle, *La monnaie de papier et le change*, p. 18.

trimestre de 1915, leur niveau est toujours plus élevé. L'écart est d'à peine 5 p. 100 en 1915; les années suivantes, il s'élève à 10, 15, 20 et même 25 p. 100.

On constate donc plutôt une même tendance qu'un parallélisme rigoureux. La circulation fiduciaire n'est pas, en effet, le seul facteur de hausse des prix. Diverses causes atténuent ou accentuent cette hausse.

Les billets de banque ne sont pas le seul élément de la circulation monétaire. Les monnaies d'or et d'argent ne circulent plus. Le cours forcé les maintient dans les caves de la Banque de France, ou les fait thésauriser par les particuliers : ce sont des milliards de monnaies retirés de la circulation. Des épargnants accumulent les billets; au lieu de les dépenser, ils souscrivent des bons de la Défense, des titres de rentes. Ces billets sont en dehors de la circulation. Ces opérations de thésaurisation et d'épargne freinaient la dépréciation de la monnaie.

En sens inverse, certaines opérations bancaires équivalent à une augmentation de la circulation fiduciaire. Nous en avons noté quelques-unes : escompte de bons de la Défense, souscriptions aux emprunts sous forme d'ouverture de crédits. Plus généralement les dépôts en banque constituent une véritable création de monnaie fiduciaire, de pouvoirs d'achat, dans la mesure où ils proviennent, non pas de versements en numéraire, billets ou coupons, mais de prêts consentis par les banques, sous forme d'escompte, d'avances sur titres ou d'ouvertures de crédit donnant droit sur elles à un tirage de chèques. C'est l'origine de la majeure partie des dépôts en banque (1). Ces crédits circulent de

1. Withers, *Qu'est-ce que la monnaie*, chapitre V.

compte à compte, au moyen des virements et des chèques, aussi aisément que les billets de banque.

Le montant des dépôts en banque avait sensiblement fléchi par suite du moratoire. Au 31 décembre 1914, le total des dépôts des quatre principaux établissements de crédit était tombé à 3.700 millions, au lieu de 5.485 millions au 30 juin 1914. Au 31 décembre 1918, il atteignait 7 milliards.

A la fin de la guerre, l'ensemble des dépôts du Trésor, de la Banque de France et des établissements de crédit représentait une circulation fiduciaire supplémentaire de plus de 12 milliards.

Dépôts et comptes courants au 31 décembre 1918

(en millions de francs)

Trésor	2.733
Banque de France	2.386
Quatre principaux établissements de crédit	7.000
Total	12.121

La quantité des produits et le volume des transactions exercent aussi une action sur les prix et sur la monnaie. La guerre a sérieusement ralenti la production nationale. L'offre des produits a fléchi, tandis que la demande de l'Etat, principal consommateur, augmentait considérablement : d'où une hausse des prix. La masse des produits étant raréfiée, les instruments monétaires sont devenus surabondants et se sont dépréciés.

L'action du gonflement des instruments monétaires sur les prix se produit au début mécaniquement en quelque sorte, sans que les individus y soient pour quelque chose,

ou même en aient conscience. La masse du public a eu beaucoup de peine à comprendre que la hausse des prix était un phénomène d'ordre monétaire et correspondait à une dépréciation de la monnaie légale. Les gens, habitués au cours légal des billets de banque, leur attachaient une valeur pour ainsi dire intrinsèque et s'imaginaient qu'un franc avait toujours la même valeur. Cependant, par un hommage instinctif aux métaux précieux, ils thésaurisaient leurs pièces d'or et même d'argent.

Cette conception d'une valeur immuable de la monnaie explique l'illusion de prospérité constatée après la guerre. Les individus ont un plus grand nombre de billets en mains; ils se croient plus riches, parce qu'ils s'imaginent que chacun de ces billets a conservé la même valeur, et ils sont portés à dépenser davantage.

Cette illusion a longtemps empêché l'opinion publique de se rendre compte de la dépréciation monétaire et de se l'expliquer par la politique financière de l'Etat. Un petit nombre d'initiés connaissaient seuls le mécanisme de la monnaie. Pendant la période des hostilités, les budgets réglés par décrets, les séances secrètes du Parlement, la censure de la presse, maintenaient le public dans l'ignorance de la situation budgétaire et dans son erreur sur la monnaie. Il gardait sa confiance dans la solidité du franc. Le facteur psychologique de défiance ne devait gagner les nationaux, et déclencher sa fuite devant le franc, que plusieurs années après la guerre.

Cependant, durant les hostilités, l'inflation n'exerce pas seule son action mécanique sur la monnaie. Les relations avec l'étranger déterminent une perturbation de la valeur extérieure du franc et les mouvements du change réagissent sur les prix intérieurs.

§ 2. — *La monnaie française à l'étranger.*
Le mouvement des changes.

Favorable pendant les six premiers mois de la guerre, le change commence à se déprécier sur la Hollande, en février 1915, puis sur l'Espagne, New-York et Londres, enfin sur la Suisse et les Pays Scandinaves. En mai 1915, le prix de la plupart des devises s'est élevé au-dessus de la parité avec le franc français. La dépréciation extérieure du franc se poursuit sur les pays neutres jusqu'à la fin de la guerre. La solidarité financière avec la Grande-Bretagne, puis les Etats-Unis l'enraie en 1916 et 1917 sur ces deux marchés. A la fin de la guerre, la perte au change du franc est bien inférieure, même sur les pays neutres, à sa dépréciation intérieure.

a) *Le déficit du commerce extérieur.*

Le déficit de la balance des comptes est le facteur essentiel de la hausse des devises étrangères. Les importations commencent à dépasser les exportations dans les premiers mois de 1915. Leur excédent s'accroît jusqu'en 1917 et l'exercice 1918 est encore largement déficitaire.

Mouvement du commerce extérieur
 (Commerce spécial)
 (en millions de francs)

	<i>Importations</i>	<i>Exportations</i>	<i>Déficit de la balance commerciale.</i>
	—	—	—
1913	8.421	6.880	1.541
1914	6.402	4.869	1.533
1915	11.036	3.937	7.099
1916	20.640	6.213	14.425
1917	27.554	6.013	21.541
1918	22.301	4.723	17.578

Le déficit de la balance commerciale se chiffre chaque année par milliards. Pour la période de 1915-1918, il atteint le total énorme de 60.643 millions.

En tonnage, l'excédent des importations est encore plus accusé qu'en valeur.

	<i>Importations</i>	<i>Exportations</i>	<i>Déficit</i>
	(en milliers de quintaux métriques)		
1913 ..	442.203	220.745	221.458
1914 ..	334.345	126.638	207.707
1915 ..	330.492	40.910	289.582
1916 ..	400.906	37.300	363.606
1917 ..	348.326	30.111	318.215
1918 ..	293.516	37.181	256.335

Le déficit total en quantités pour les années 1915 à 1918, s'élève à 122.773.800 tonnes.

L'importance de ce passif ne permettait pas de traiter la crise des changes par les méthodes habituelles. Le rehaussement du taux de l'escompte aurait entravé le rétablissement des crédits commerciaux, il n'eût pas attiré les capitaux étrangers, qui trouvaient partout des taux d'escompte et d'intérêt élevés. Des exportations d'or auraient affaibli la couverture des billets, sans résultat : toute l'encaisse de la Banque de France et tout l'or détenu par les particuliers n'auraient pas suffi à payer l'excédent des importations. La Banque de France avait constitué un stock de devises dans les premiers mois de la guerre; il fut rapidement épuisé et la dépréciation persistante du change écarta désormais l'emploi de la politique des devises.

Les pouvoirs publics ont pris des mesures pour réduire le montant des paiements à faire à l'étranger. Leur action était limitée, car les importations portaient en majeure partie sur

des matières premières ou des produits manufacturés, indispensables à la conduite de la guerre. La loi du 6 mai 1916 autorisa le gouvernement, à titre provisoire et pendant la durée des hostilités, à prohiber par décret l'entrée des marchandises étrangères et à augmenter le taux des droits d'entrée, mais non à instituer de nouveaux droits.

Des restrictions ont été imposées à la consommation : cartes de pain, de sucre, de charbon, d'essence, jours sans viande, interdiction de vente des pains de luxe et de la pâtisserie. Des groupements privés, mal soutenus par les pouvoirs publics, ont mené une campagne d'économies et de restrictions volontaires.

Le Parlement a voté des mesures de restriction contre l'exportation des capitaux, pour les réserver aux émissions de l'Etat et limiter les placements extérieurs, qui font naître des dettes à l'étranger et des besoins de change. La loi du 31 mai 1916 a subordonné à l'autorisation expresse du ministre des finances l'émission ou l'introduction sur le marché français de titres français ou étrangers. La loi du 3 avril 1918 a réglementé l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières.

L'excédent des importations de marchandises a formé, pendant la guerre, l'élément le plus important du déficit de la balance des comptes. Il faut y ajouter les rubriques suivantes, évaluées par M. Pierre Meynial (1).

(en millions de francs)

Crédits aux gouvernements étrangers	9.906
Intérêts dus à l'étranger	1.000
Intérêts payés par le gouvernement français et dépenses diverses	782

1. Pierre Meynial, *Revue d'économie politique*, 1925.

Le débit de la balance des comptes, dans la période de guerre, s'élève donc au total de 72.680 millions (1).

b) *Eléments actifs de la balance des comptes.*

Comment la France est-elle parvenue à couvrir cet énorme déficit ?

Les dépenses effectuées en France par le corps expéditionnaire britannique, puis par les troupes américaines et leurs services annexes, ont fourni un premier élément de compensation. La Trésorerie française a fait les fonds de ces dépenses et reçu la contre-partie en livres sterling et en dollars, à divers taux de change. La Trésorerie a mis 4.261 millions à la disposition de l'armée anglaise; 5.611 millions à la disposition de l'armée britannique (2).

A ces dépenses officielles, il faut ajouter les dépenses privées des troupes alliées et celles, réduites pendant la guerre, des touristes étrangers.

Figurent aussi au crédit de la balance des comptes : les gains résultant des services rendus; les intérêts des capitaux placés à l'étranger. M. Meynial donne les évaluations suivantes, forcément très approximatives :

Dépenses des touristes étrangers	1.000
Dépenses des armées étrangères	8.650
Gains dus : aux frets	5.200
— aux assurances	300
— au transit	125

1. M. Meynial donne : 58.972 millions. Il fait figurer les excédents d'importations pour 47.284 millions.

2. Déclaration de M. Klotz, ministre des finances, au Sénat, séance du 27 mai 1919.

c) *Les envois d'or à l'étranger.*

Pour le surplus, le gouvernement a utilisé le stock d'or du pays et le portefeuille national de valeurs mobilières étrangères et il a contracté des emprunts à l'étranger.

Au début de la crise des changes, en avril et mai 1915, la Banque de France avait exporté pour plus de 160 millions d'or. L'action de ces envois sur les changes avait été très faible et cette politique ne pouvait évidemment être longtemps soutenue. Il était préférable de lier les envois d'or à des ouvertures de crédits. Le gouvernement concentra les envois d'or sur Londres et demanda à l'Angleterre de lui ouvrir des crédits et de lui procurer les remises nécessaires à des paiements sur les différents marchés. Une convention du 30 avril 1915 établit cette solidarité entre les deux Trésoreries. En vertu d'arrangements divers, la France obtint au total de l'Angleterre près de 9 milliards de change, pour ses paiements en Angleterre et en Amérique, contre 112 millions de livres d'or, soit, au pair, 2.800 millions. A partir d'avril 1916, l'or exporté n'est plus vendu, mais prêté, et il doit être restitué au fur et à mesure du remboursement des crédits. 35 millions seulement de livres d'or ont fait l'objet de ventes définitives (1).

Les considérations d'ordre intérieur et international qui ont déterminé l'adoption de la politique d'utilisation collective des réserves métalliques du pays devaient conduire à l'interdiction des sorties d'or pour compte privé. Cette interdiction a été établie par un décret du 3 juillet 1915, ratifié par la loi du 15 novembre 1915.

Pour permettre à la Banque d'effectuer les envois d'or

1. Decamps, *Les changes étrangers*, p. 310, note 2.

sans compromettre son encaisse métallique, une campagne a été menée dans le public pour l'engager à verser volontairement à la Banque de France les pièces d'or qu'il avait en mains. 2.400 millions de monnaies d'or furent échangés contre des billets de banque à cours forcé.

A partir d'avril 1917, la France n'envoie plus d'or à l'Angleterre. De nouveaux accords mettent à sa disposition près de 290 millions de livres sterling.

Les Etats-Unis, entrés en guerre, font des avances aux puissances alliées; pour la France, elles s'élèvent à près de 2 milliards et demi de dollars.

Cette solidarité financière a à peu près stabilisé le change entre la France et l'Angleterre, puis, à partir de 1917, entre tous les alliés. Les avances consenties par les Etats-Unis doivent, en principe, servir exclusivement à des paiements de fournitures américaines. En fait, elles ont permis d'améliorer le change des pays bénéficiaires même sur les autres marchés : les dollars procurés par les créances commerciales et financières ordinaires se sont trouvés libérés dans une large mesure, et ont pu être convertis en toutes autres devises (1).

D'autre part, l'amélioration de valeur des devises alliées, par rapport au dollar, consécutive aux crédits ouverts par les Etats-Unis, a favorisé l'utilisation de l'or américain pour modérer la dépréciation des ces devises sur d'autres places.

La solidarité financière des puissances alliées et associées a ainsi, non seulement garanti la stabilité du franc par rapport à la livre et au dollar, mais servi de frein à sa dépréciation sur les places neutres.

1. Decamps, *Les changes étrangers*, p. 325.

d) Le portefeuille de valeurs étrangères.

Le portefeuille français de valeurs mobilières étrangères a procuré des moyens de compensation. Avant la guerre, on en évaluait le revenu annuel à plus de 2 milliards, dont la majeure partie était placée de nouveau à l'étranger. Pendant la guerre, ces revenus ont été rapatriés et ont fourni un élément de change, accru de la prime des changes étrangers, mais diminué par la suspension des paiements extérieurs de certains Etats.

La hausse des devises étrangères a stimulé la réalisation des valeurs de ce portefeuille, mais il est à peu près impossible d'évaluer le montant du change qu'ont fourni ces opérations.

Le gouvernement a utilisé le portefeuille étranger de valeurs sous une autre forme, en vue non pas de vendre les titres, mais de les affecter à la garantie d'ouvertures de crédits, notamment sur les marchés américains. Les Banques fédérales de réserve avaient le droit de prêter jusqu'à concurrence de 25 p. 100 de leur capital et de leurs réserves, si l'emprunt était appuyé de garanties, jusqu'à 10 p. 100 seulement dans le cas contraire. A partir du mois de mai 1916, le gouvernement français a sollicité les porteurs de titres étrangers de les lui prêter, avec faculté pour l'Etat de les acquérir à des prix déterminés; il attirait les prêteurs en leur accordant une majoration d'intérêt (Décret du 5 mai 1916). On évalue à 1.200 millions environ le montant des valeurs ainsi prêtées à l'Etat. L'Etat a finalement usé, pour plusieurs catégories de titres prêtés, du droit qu'il avait stipulé de les acheter (Arrêté du 15 mars 1919).

e) *Les emprunts à l'étranger.*

Les emprunts à l'étranger ont été conclus sous les formes les plus diverses : emprunts publics à long terme, émis directement, ou sous le couvert de collectivités; placements de bons du Trésor à court terme, tirages d'acceptations, crédits de banques, avances consenties directement par les trésoreries, etc. Les garanties consistaient dans la remise d'or, comme nous l'avons vu, le concours de la Banque de France, le dépôt de titres neutres ou de bons du Trésor.

Les avances les plus importantes ont été consenties par les Etats-Unis et l'Angleterre.

La France a aussi contracté des emprunts chez ses autres fournisseurs ou créanciers : Japon, Espagne, Suède, Norvège, Suisse, Pays-Bas, Argentine, Uruguay.

Le montant des emprunts extérieurs souscrits pendant la guerre par le gouvernement français représente, par année, au cours moyen du change de l'année, les sommes suivantes :

(en millions de francs)

1914	51
1915	2.806
1916	8.800
1917	11.885
1918	8.695
Total.....	32.237

Quelques remboursements ont été effectués au cours des hostilités :

1915	185
1916	347
1917	512
1918	442
Total.....	1.486

Compte tenu des sommes remboursées, la dette extérieure de la France, à la fin de la guerre, s'élevait à 30.751 millions de francs.

f) *Le contrôle du change.*

Au début de la crise du change, le gouvernement n'est pas intervenu officiellement sur le marché. La Banque de France aidait à l'approvisionnement du commerce, d'abord avec les ressources de change qu'elle avait approvisionnées dans le second semestre de 1914, puis et surtout avec le change que le Trésor prélevait sur ses disponibilités monétaires et lui remettait. Le total des ventes de change effectuées par son intermédiaire pendant la guerre représente environ 15 milliards de francs, dont moitié avant et moitié après juillet 1917 (1).

La Banque de France a toujours subordonné ses ventes de change à la production de justifications commerciales, sauf en cas de tension trop forte, afin d'agir plus énergiquement sur les cours.

En juillet 1915, elle a fait appel aux intermédiaires pour qu'ils s'abstiennent, en dehors d'un contrôle officiel des changes, de toute opération sans caractère commercial et de tous transferts de capitaux qui réduiraient les ressour-

1. Decamps, *op. cit.*, p. 338.

ces du pays. Elle leur demandait notamment : d'éviter de fournir du change aux gouvernements étrangers sans autorisation ministérielle, aux banques étrangères établies en France, sauf justification de besoins commerciaux de leur clientèle française et de refuser absolument du change à ceux qui voudraient expatrier des capitaux et spécialement acheter ou souscrire des valeurs mobilières à l'étranger.

Cette consigne semble avoir été généralement observée.

Un arrêté du 6 juillet 1917 a institué auprès du ministre des finances une Commission permanente des changes, chargée de donner des avis au ministre et de lui adresser des propositions. La loi du 1^{er} août 1917, préparée par la Commission, assujettit les intermédiaires qui se livrent habituellement au commerce des devises à la tenue d'un Répertoire de leurs opérations, destiné à permettre l'exercice d'un contrôle et à fournir des éléments d'appréciation sur les ressources et les besoins du marché. Le répertoire, décide l'article 4, doit être communiqué à toute réquisition, aux agents désignés à cet effet par arrêté du ministre des finances.

L'activité de la Commission s'est surtout manifestée par une surveillance générale et des instructions individuelles ou collectives adressées aux intermédiaires.

En mars 1918, elle a soumis au ministre un projet de réglementation de l'exportation des capitaux et de l'importation des valeurs mobilières étrangères, qui est devenu la loi du 3 avril 1918.

g) *Les mouvements du change.*

Les oscillations du change pendant la guerre peuvent se résumer dans les observations suivantes. La prime du dollar sur la place de Paris, légère en avril 1915 (2 p. 100) s'élève

d'une façon continue jusqu'en septembre, où elle atteint 13 p. 100; elle descend à 12 p. 100 en octobre, remonte à 13 p. 100 en novembre, retombe à 12 p. 100 en décembre. Elle atteint son maximum de la période de guerre (16 p. 100) en avril 1916, puis redescend lentement jusqu'à 12 p. 100; elle se maintient à ce niveau de novembre 1916 à avril 1917. L'entrée en guerre des Etats-Unis fait descendre la prime du dollar, dès le mois de mai, à 10 p. 100. Elle ne change plus jusqu'au milieu d'août 1918. Elle tombe alors brusquement jusqu'à 6 p. 100 au milieu de septembre et fléchit légèrement à 5 p. 100 en décembre 1918.

Les mouvements de la livre sterling sont sensiblement parallèles. La prime monte de mars à septembre 1915 jusqu'à 10 p. 100, et jusqu'à 13 p. 100 en avril 1916. La solidarité franco-britannique détermine un fléchissement jusqu'à 10 p. 100 en novembre 1916. La livre reste à ce niveau pendant cinq mois. La déclaration de guerre des Etats-Unis à l'Allemagne fait descendre la prime de la livre, dès le mois de mai, à 8 p. 100. Elle reste à ce taux jusqu'en août 1918. C'est ensuite une chute brusque jusqu'à 4 p. 100 en septembre, puis plus lente jusqu'à 3 p. 100 en décembre 1918.

Les oscillations des devises neutres sont naturellement plus brusques et de plus grande envergure : ces devises sont plus sensibles au facteur psychologique, aux péripéties de la situation diplomatique et militaire des alliés. La prime du florin hollandais atteint 26 p. 100 en janvier 1916, puis descend jusqu'à 12 p. 100 en mai 1917; elle remonte jusqu'à 24 p. 100 en novembre 1917 et atteint son maximum, 42 p. 100 en juillet-août 1918. Après le succès de l'offensive alliée, elle tombe brusquement et n'est plus que de 10 p. 100 à l'armistice.

Les devises suisse, espagnole et suédoise suivent des tendances analogues. Elles atteignent leur point culminant aux environs de l'offensive allemande de juillet 1918, (peseta : 63 p. 100; franc suisse 44 p. 100), sauf la couronne suédoise, qui accuse une brusque poussée (74 p. 100) en novembre 1917, pour retomber aussitôt à son cours précédent. Toutes les trois fléchissent à la suite du redressement et de la victoire des alliés, d'août à novembre 1918. A l'armistice, elles ne font prime sur le franc que de 10 à 12 p. 100.

En résumé, le sterling et le dollar n'ont jamais dépassé le pair, pendant la guerre, de plus de 15 p. 100, même avant l'union des changes franco-britannique, même pendant la neutralité des Etats-Unis. Leur poussée, rapide d'avril à octobre 1915, se ralentit jusqu'en avril 1916, où elle atteint son point culminant. L'union des changes français et anglais donne plus de forces à la livre sur le marché de New-York : dès la convention d'avril 1916, le dollar et la livre marchent de pair et fléchissent lentement.

L'indépendance des changes des pays neutres leur permet des variations plus importantes. Après la poussée de 1915, l'année 1916 est dans l'ensemble presque étale. Ces devises recommencent à monter en 1917 jusque vers le milieu de 1918.

Mais si l'on néglige les deux brusques sauts de la couronne suédoise, en novembre 1917, et de la peseta, en juin 1918, la prime des devises neutres n'a jamais dépassé 50 p. 100, et de novembre 1915 à décembre 1917, elle s'est constamment maintenue entre 20 et 30 p. 100.

Cette prime moyenne équivaut à des cours du franc de 83,3 à 76,9, c'est-à-dire à une dépréciation de la monnaie française de 16,7 p. 100 à 23,1 p. 100. Le franc a perdu sur les places étrangères du sixième au quart de sa valeur.

C'est une déperdition sensible, mais qui n'a rien de comparable à la dépréciation intérieure du franc. Dès le second trimestre de 1915, la hausse des prix en France fait ressortir une perte d'un cinquième de l'unité monétaire. La hausse ne se ralentit pas, comme celle des changes, vers la fin de l'année 1915; elle se poursuit à peu près régulièrement jusqu'à la fin de la guerre, même après les victoires d'août à octobre 1918, qui ont fait tomber le cours des devises. En décembre 1915, le franc a perdu sur le marché national environ le tiers de sa valeur; en décembre 1916, la moitié; en décembre 1917, les deux tiers; en décembre 1918, les cinq septièmes. Sur les marchés étrangers, il valait, au moment de l'armistice, à peu près les neuf dixièmes du pair.

h) Les changes et les prix intérieurs.

Ce rapprochement met en lumière le défaut de connexité pendant la guerre des changes et des prix, des mouvements de la valeur du franc à l'intérieur du pays et à l'étranger. Ce fait, à première vue surprenant, peut s'expliquer par plusieurs raisons.

Tout d'abord, le gouvernement est énergiquement intervenu sur le marché des changes pour se procurer des moyens de règlement ou des crédits. Il ne pouvait s'en dispenser, sous peine de tarir les importations et de ne plus pouvoir continuer la guerre. Les ventes d'or et de valeurs étrangères ont fourni des moyens de change; les crédits extérieurs en ont créé d'artificiels, qui ont permis de régler les fournisseurs étrangers, ou ont dispensé de les payer. En somme, les choses se sont passées comme si les pays vendeurs fournissaient à la France les instruments de change qu'elle ne trouvait pas chez elle. Bien mieux : dans la mè-

sure où les crédits étaient accordés par le pays fournisseur lui-même, on peut dire que le problème du change ne se posait plus et était remplacé par un problème de crédit. La France n'avait pas à chercher des moyens de change; il lui suffisait d'offrir de l'or, des valeurs mobilières, pour un montant bien inférieur à ses achats, ou même la simple garantie de la Banque de France ou de l'Etat (bons du Trésor). L'avance lui fournissait dans le pays créancier lui-même les moyens de règlement. La question de change était ajournée jusqu'à l'échéance du crédit, et le règlement des particuliers vendeurs s'effectuait sans transferts internationaux.

Ce mécanisme des crédits britanniques et américains, alloués en fait sans limite, et à peu près constamment renouvelés pendant la guerre, explique comment la hausse de la livre et du dollar a été enrayée dès l'intervention financière de l'Angleterre et des Etats-Unis : pour toute la masse de ses achats dans ces deux pays, qui représentaient la majeure partie de ses importations, la France n'avait plus à s'inquiéter de la pénurie de ses moyens de change. C'est la suspension des crédits, en 1919, qui posera à nouveau la question des changes sur l'Angleterre et l'Amérique et déclenchera brusquement une crise très grave du franc.

Ce mécanisme jouait aussi dans les pays neutres où la France obtenait des crédits pour le règlement de leurs ressortissants. Il ajournait le problème du change jusqu'à la dénonciation des crédits. Mais les avances n'embrassaient pas ici l'ensemble de la dette de change et n'étaient pas d'une durée en fait illimitée. C'est pourquoi les changes sur les pays neutres ont conservé leur indépendance.

Toutefois la solidarité des puissances alliées exerçait ses répercussions même sur les changes neutres. Elle libérait des

devises qu'il aurait fallu envoyer à l'Angleterre ou aux Etats-Unis : c'étaient des moyens de change tout trouvés pour payer les fournisseurs des autres pays.

D'autre part, nous l'avons vu, l'amélioration des devises alliées par rapport au dollar permettait d'utiliser l'or, qui avait afflué aux Etats-Unis, pour atténuer leur dépréciation sur d'autres places. L'arbitrage, facilité par la stabilité presque absolue du dollar, de la livre sterling et du franc, allait chercher l'or américain pour le remettre en paiement sur d'autres marchés créanciers, surtout au Japon et en Espagne. Ces opérations prirent un tel développement que d'avril à septembre 1917, les sorties d'or des Etats-Unis atteignirent 287 millions et demi de dollars. Le 7 septembre, le gouvernement fédéral dut prohiber la sortie de l'or sans autorisation spéciale et, le 27, étendre l'interdiction à l'or mis en dépôt par des banques étrangères (1).

Les gouvernements alliés ne pouvaient pas exercer sur les prix en France la même action bienfaisante que sur les changes. Les autorités nationales n'étaient pas plus en mesure d'en modérer le mouvement ascensionnel.

Les pouvoirs publics ont bien essayé d'agir sur les prix. Une loi du 20 avril 1916 et des lois postérieures ont autorisé les préfets et les maires à taxer le prix d'un certain nombre de marchandises. En fait, une vingtaine de denrées ont été tarifées. Cette mesure était inefficace, car elle ne pouvait atteindre les causes naturelles de la hausse des prix : l'inflation monétaire et la quantité insuffisante des marchandises. Elle décourageait la production et tendait, en la ralentissant, à faire remonter les prix.

L'ouverture par l'Etat ou les municipalités de magasins

1. Decamps, *op. cit.*, p. 327 et suiv.

de vente de denrées alimentaires cédées au juste prix a été plus efficace.

La loi du 20 avril 1916, qui modifiait l'article 419 du Code pénal et instituait le délit de spéculation illicite, a été interprétée trop strictement par les tribunaux, qui l'ont appliquée au bénéfice exagéré. Elle n'a pas eu sur les prix d'influence sérieuse.

L'intervention du législateur en matière de demande et d'offre des marchandises exerçait une répercussion sur les prix. Le rationnement des consommateurs et les restrictions de la consommation, réduisant la demande, empêchaient les prix de monter. Mais ces mesures ne s'appliquaient qu'à quelques articles, de consommation courante, il est vrai.

Les prohibitions de sortie et la création de droits de sortie par décrets, en vertu d'une loi de 1816, conduisaient au même résultat en accroissant l'offre des produits jugés indispensables.

Les prohibitions d'entrée, la création ou l'élévation de droits d'entrée, destinées à atténuer la hausse du change, ont, au contraire, contribué à faire monter les prix intérieurs en restreignant l'offre ou en majorant les prix de revient. C'est un exemple des effets inverses d'une même mesure sur la valeur extérieure et intérieure de la monnaie.

Les pouvoirs publics pouvaient-ils s'attaquer à la cause générale de la hausse des prix, la dépréciation de la monnaie ?

Toutes les mesures tendant à réduire l'inflation, origine de la baisse du franc, ou la menace d'inflation, concouraient à ce résultat : remboursement des avances de la Banque d'émission, résorption des bons de la Défense nationale, équilibre du budget. On sait que la situation du

Trésor et du budget est allée en empirant, par la politique des avances, des bons et des emprunts.

La Banque d'émission était-elle mieux en mesure d'agir sur les prix, comme elle l'a fait pour les changes ? En période normale, la hausse du taux de l'escompte détermine à la fois la baisse des devises étrangères et, par le resserrement du crédit, la baisse des prix intérieurs. La Banque de France n'a pas voulu recourir pendant la guerre à ce procédé classique. Elle a maintenu l'escompte au même taux d'août 1914 à 1920.

Nuisible aux producteurs, l'élévation du taux de l'escompte eût été peu efficace. L'abaissement des prix résulte de la réalisation des stocks de marchandises. La production était ralentie, dirigée surtout vers les fabrications de guerre et les entreprises n'avaient pas de stocks à écouler.

En résumé, le gouvernement et la Banque d'émission n'ont pas réussi par leur intervention à atténuer la dépréciation interne du franc et la hausse des prix, comme ils l'ont fait pour le change. C'est une des principales raisons du défaut de parallélisme constaté entre les deux courbes.

Leur indépendance a-t-elle été absolue et n'y a-t-il pas eu de réaction des prix sur les changes, ni des changes sur les prix ?

En période normale, la hausse des devises sert de frein aux importations et stimule les exportations. Elle joue le rôle d'un droit de douane supplémentaire : elle raréfie les offres de marchandises étrangères et élève leurs prix et, par répercussion, les prix des produits nationaux. La prime du change encourage la production, mais en vue de l'exportation seulement; l'offre sur le marché national ne s'accroît que par contrecoup.

Pendant la guerre, l'Etat était le principal client des pays

étrangers et comme leurs articles lui étaient en général de première nécessité, leur prix, même augmenté de la prime des changes, n'arrêtait pas ses demandes. La hausse des devises ne décourageait donc pas les offres des producteurs étrangers, mais l'Etat supportait la perte au change du franc. Le change tendait ainsi à influencer les prix intérieurs, surtout ceux des articles fabriqués avec des matières premières d'importation.

La prime du change jouait-elle son rôle d'animatrice des exportations ? Non, car la production nationale, qui ne suffisait pas aux besoins du pays et qui était absorbée par les demandes de l'Etat, n'avait pas, à l'époque des hostilités, une faculté de développement assez grande pour satisfaire les clients du dehors. D'autre part, le niveau comparé des prix, en France et aux Etats-Unis, par exemple, ne donnait pas aux Américains avantage à se fournir en France, même en s'acquittant en dollars appréciés, ils auraient payé les marchandises françaises plus cher que leurs produits nationaux.

*Indices des prix de gros et rapport des pouvoirs d'achat
franc-dollar.*

Prix de gros (1913 : 100)

	<i>France</i> (Statistique générale)	<i>Etats-Unis</i> (Bureau of Labor)	<i>Cours du change</i> à New-York en cents par franc	<i>Rapports</i> des pou- voirs d'a- chat ¹	
	<i>en or</i>				
1915 janvier	124	124	93	19,3	78,9
— octobre	158	139	102	17,0	73,2
1916 janvier	170	158	113	17,1	71,2
— octobre	198	175	136	17,1	77,5
1917 janvier	215	190	153	17,1	80,2
— octobre	284	256	183	17,4	71,4
1918 janvier	333	283	184	17,4	64,9
— octobre	360	340	202	18,2	59,2

1. Le rapport des pouvoirs d'achat est obtenu en multipliant le rapport des indices des prix aux Etats-Unis et en France, par le rapport du pair du franc et du cours du franc à New-York (Pommery, *Changes et monnaies*, p. 208).

Les prix intérieurs n'ont donc pas exercé sur le change l'action bienfaisante (restriction des importations, augmentation des exportations) qui, en période normale, tend à le ramener à l'équilibre. Au contraire, les prix intérieurs, compte tenu du change, étant plus élevés que les prix de l'étranger, décourageaient les acheteurs et stimulaient les fournisseurs étrangers. L'Etat achetait moins cher au dehors et les producteurs nationaux vendaient plus cher sur le marché français. La hausse du change, trop faible pour compenser l'écart des prix, tendait ainsi à s'aggraver sous la pression des prix intérieurs.

Enfin, pendant la guerre, les prix et les changes paraissent influencés surtout par les facteurs mécaniques (inflation, offre et demande des devises), et peu par les facteurs psychologiques. Les prix montent d'une façon continue. L'ascension ne s'accélère pas quand les événements politiques sont défavorables; elle ne se ralentit pas à l'annonce de circonstances heureuses. Les changes neutres sont plus sensibles : nous avons constaté la poussée des devises au milieu de l'année 1918, suivie de leur fléchissement à partir du mois d'août jusqu'à l'armistice. Ces mouvements sont sans répercussion sur la tenue intérieure du franc. Dans la période suivante, nous verrons les facteurs psychologiques entrer en action et la chute des changes et des prix réagir l'une sur l'autre.

CHAPITRE III

LA MONNAIE EN FRANCE DE 1919 à 1926

I. — Causes générales d'aggravation de la situation financière.

La guerre, financée principalement à l'aide de ressources de trésorerie et d'emprunts intérieurs et extérieurs, laissait à la France un lourd passif : une dette flottante de 43 milliards, une dette perpétuelle accrue de 48 milliards et demi, une dette extérieure de 30,7 milliards, soit plus de 122 milliards. Avec les 22 milliards et demi de la dette d'avant-guerre, le passif total de l'Etat atteignait 144,5 milliards.

Dans ce passif, le montant des avances à l'Etat représentait 17.150 milliards et la circulation fiduciaire dépassait 30 milliards, engendrant une hausse des prix de 260 p. 100. Le franc-papier ne valait plus que cinq sous et demi. Sur l'étranger, sa perte était moins sensible. Au lendemain de l'armistice, il avait à peine perdu le dixième de sa valeur.

La cessation des hostilités semblait promettre l'arrêt de l'inflation et de l'augmentation de la dette publique, le rétablissement progressif de l'équilibre budgétaire, le redressement de la valeur du franc et la baisse des prix. Les dépenses militaires qui avaient dépassé 115 milliards pendant la guerre, soit les deux tiers de l'ensemble des dépenses publiques, allaient sérieusement diminuer. L'Alsace-Lorraine

recouvrée, les régions dévastées, au fur et à mesure de leur restauration, apporteraient leurs productions à l'économie générale et au commerce extérieur, et des recettes au Trésor. L'Etat avait à les restaurer, à assurer le service des pensions, mais à titre de dépenses recouvrables sur l'Allemagne.

Ces espérances ne se sont pas réalisées. Les années qui ont suivi le retour à la paix ont vu s'aggraver la situation financière et économique, le déficit, la dette flottante, la dette publique, l'inflation, grossir dans des proportions qui ont alarmé l'épargne, favorisé la spéculation et encouragé la fuite des capitaux, et entraîné plusieurs crises du change dont la dernière a paru un moment le prélude de l'effondrement définitif de la monnaie.

La responsabilité de cette situation est à la fois extérieure et intérieure. Les accords internationaux ont progressivement réduit la dette des réparations et sa carence a longtemps retardé l'exécution de ces accords. La France a supporté définitivement une large part de la réparation des dommages, dont elle devait seulement faire l'avance. L'Angleterre et les Etats-Unis ont décidé, dès 1919, de ne pas renouveler les crédits de change alloués à la France, elle s'est trouvée brusquement placée en face d'un problème aigu de change.

Les pouvoirs publics, en France, ont manqué de réalisme politique. Ils ont cru à la pérennité de l'entente interalliée, si difficile pourtant à maintenir en pleine guerre. Un ministre des finances a entretenu l'opinion dans l'illusion par la formule : « L'Allemagne paiera ». Formule décevante, car elle négligeait le problème technique du transfert de dizaines de milliards. Elle a endormi la masse dans l'espoir

d'une prospérité sans effort, alors qu'il n'était pas trop du travail, de l'esprit d'économie et d'épargne de toute la population pour relever les ruines matérielles et redresser la situation financière .

Cette formule écartait délibérément le problème financier des régions dévastées et des pensions. Un « budget des dépenses recouvrables » créé par la loi de finances du 31 juillet 1920, affirmait la volonté de la France de ne pas transiger sur le traité et de se refuser à admettre que ces dépenses fussent jamais couvertes par les ressources du budget national. Ce budget entretenait l'espoir d'un recouvrement intégral et autorisait la couverture de ces dépenses par des emprunts, d'ailleurs légitime pour une opération productive et de longue haleine. Mais « L'Allemagne paiera » entraîna le gouvernement bien au-delà de sa portée normale, la question des réparations. L'emprunt, et le plus dangereux de tous, l'emprunt de trésorerie sous forme d'avances de la Banque d'émission et de bons à court terme, couvre des dépenses normales et permanentes, comme les intérêts des emprunts. Ces procédés avaient permis au gouvernement de financer la guerre; mais il avait alors l'excuse de ne pouvoir aisément majorer les impôts. Le budget de paix de 1919 ne comporte aucun effort fiscal nouveau. Il profite seulement des effets de la réforme fiscale de 1917. Au cours de la seule année 1919, la dette flottante augmente de 36 milliards, plus que pendant les quatre exercices 1913-1918. Les émissions de bons de la défense atteignent près de 24 milliards, plus que pendant toute la guerre. 8 milliards 300 millions sont demandés à la Banque de France.

Après cette année de gestion désastreuse des finances publiques, les pouvoirs publics semblent se ressaisir. Des

lois de 1920 et de 1924 demandent aux contribuables des recettes permanentes. Des conventions avec la Banque de France manifestent la volonté de l'Etat de lui rembourser sa dette : mais cette politique de déflation est illusoire, en présence des déficits budgétaires. L'Etat est obligé d'émettre des bons pour s'acquitter; ils atteignent 58,4 milliards au 1^{er} janvier 1922 et sont une constante menace d'inflation. Le Trésor s'en aperçoit à partir de 1923, quand les souscripteurs hésitent à les renouveler. Les demandes de remboursement préparent la crise de 1925, dénouée par 13 milliards d'avances et la rupture du « plafond » de la circulation fiduciaire.

Hausse des prix, crise de confiance intérieure et extérieure, crises inouïes du change, sont la rançon de la politique de facilité suivie depuis l'armistice : dépenses excessives, déficits constants des budgets, couverts par la dette flottante, qui sort de son rôle normal.

II. — Les dépenses totales et le déficit.

Malgré la réduction des crédits militaires, les dépenses des exercices 1919 à 1923 sont supérieures à celles des années de guerre, sauf 1918, dépassée en 1920. La dette publique, les dépenses recouvrables forment les éléments les plus importants d'augmentation, mais les crédits des services civils s'accroissent aussi :

Dépenses totales de l'Etat de 1914 à 1923 (1)
(en milliards de francs)

	<i>Services civils</i>	<i>Dette pu- blique</i>	<i>Dépenses militaires</i>	<i>Dépenses recouvrables</i>	<i>Comptes spéciaux</i>	<i>Dépenses totales</i>
1914	2.0	1.4	6.5	0.4	0.1	10.8
1915	2.5	1.8	14.7	1.9	1.2	22.1
1916	2.8	3.3	23.9	2.9	3.9	36.8
1917	4.1	4.8	28.6	4.1	3.0	44.6
1918	5.4	7.0	36.1	6.0	2.1	56.8
1919	9.2	7.9	18.2	15.5	3.4	54.2
1920	11.4	11.7	7.6	22.3	5.1	58.1
1921	9.9	11.1	6.0	21.4	2.7	51.1
1922	7.7	13.6	5.0	22.1	0.5	48.9
1923	6.5	12.8	4.8	21.7	»	45.8

Les budgets sont constamment en déficit. Les recettes totales s'accroissent cependant, grâce aux mesures fiscales de 1920 et 1924, mais les déficits, quoique en régression constante, sont d'ordre de grandeur inquiétant, et s'accumulent les uns sur les autres.

Recettes totales et excédents des dépenses de 1919 à 1923
(en milliards de francs)

	<i>Recettes totales</i>	<i>Excédents des dépenses</i>
1919	41.6	42.6
1920	20.1	38.0
1921	23.1	28.0
1922	24.2	24.7
1923	27.7	18.1

D'après l'Inventaire de la situation financière de la France.

L'excédent total des dépenses, pour ces cinq exercices, s'élève à 151,4 milliards; il est supérieur au déficit de la période de guerre (144,3 milliards).

III. — Le budget des dépenses recouvrables.

Les dépenses du budget général vont en diminuant et ses recettes en augmentant : son déficit s'atténue et l'exercice 1923 réalise un léger excédent de recettes. Mais les lourdes dépenses des réparations figurent à un budget spécial, dont l'énorme passif se trouve dissimulé au budget général. Couvert par des emprunts et des mesures de trésorerie, même pour les arrérages de la dette ainsi contractée, il annihile tous les efforts vers l'équilibre par ses déficits accumulés, et il met la trésorerie aux prises avec des échéances de plus en plus redoutables.

(Voir tableau ci-contre)

L'emprunt fournissait non seulement les ressources nécessaires à l'indemnisation des sinistrés, mais même les sommes afférentes au service des emprunts antérieurs : la dette de l'Etat « faisait boule de neige ». On comptait sur les versements de l'Allemagne pour apurer la situation.

A la suite de l'état des paiements, arrêté par la Commission des réparations en 1921, on se rendit compte que la part de la France dans les versements allemands ne couvrirait pas la totalité des dépenses recouvrables. Le budget de 1922 imputa sur le budget général, alimenté en principe par l'impôt, les intérêts des emprunts contractés au titre de la reconstitution des régions dévastées depuis l'armistice jusqu'au 1^{er} janvier 1922, soit une dépense de 3.638 millions.

Le budget de 1924, pour soulager la trésorerie, ne main-

RECETTES ET DEPENSES BUDGETAIRES

en millions de francs

73

Années	Budget général			Budget spécial			Ensemble		
	Recettes	Dépenses	Déficit ou excédent	Recettes	Dépenses	Déficit	Recettes	Dépenses	Déficit
1920	20.130	31.155	— 11.025	8	9.054	9.054	20.130	40.209	20.079
1921	22.840	27.519	— 4.679	326	9.659	9.633	23.166	37.178	14.012
1922	22.903	26.373	— 3.470	1.310	11.055	9.743	24.213	37.428	13.215
1923	24.202	24.162	+ 40	3.509	13.782	10.273	27.711	37.044	9.333
1924	29.036	28.525	+ 511	3.346	7.312	3.966	32.382	35.837	3.455
1925	32.873	34.220	— 1.347	»	»	»	32.873	34.220	1.347

tient au budget des dépenses recouvrables que les dépenses dites temporaires (pensions de guerre, achèvement de la reconstruction). Il prend charge des dépenses dites permanentes (annuités au Crédit national et aux sinistrés; rentes et obligations remises aux groupements de sinistrés) : elles seront couvertes par le produit du double décime. En fait, cependant, une large portion des dépenses permanentes reste en 1924 à la charge de l'emprunt.

L'insuccès de l'émission du Crédit national de 1924 et le fléchissement du placement des bons de la Défense décident les pouvoirs publics à réincorporer dans le budget général le budget des dépenses recouvrables (loi de finances du 13 juillet 1923, et à fixer un chiffre annuel maximum de règlement des dommages de guerre.

IV. — Les recettes fiscales.

Les recettes fiscales permanentes sont en progression constante depuis la fin de la guerre. La démobilisation des agents de l'assiette permet de mieux assurer l'application de la réforme des impôts directs réalisée par la loi du 31 juillet 1917. Les provinces recouvrées et les régions libérées fournissent leur part dans le produit des impôts.

La loi du 25 juin 1920 porte création de nouvelles ressources fiscales. Elle institue notamment la taxe sur le chiffre d'affaires.

La loi du 22 mars 1924 réalise un effort plus important encore : l'article 1^{er} pose le principe d'économies pour un milliard au minimum et l'article 3 majore de deux décimes tous les impôts, droits et taxes recouvrés au profit de l'Etat. Le rendement des ressources nouvelles est évalué à 3.341 millions.

Grâce à ces mesures, le rendement des impôts augmente notablement, et les ressources fiscales couvrent une fraction croissante des dépenses budgétaires.

Recettes fiscales normales et permanentes
(en millions de francs)

	Produit	% des dépenses budgétaires
1919	8.508	21.2
1920	13.242	35.6
1921	15.813	42.7
1922	17.479	47.2
1923	20.591	55.6
1924	25.834	72.6
1925	28.357	83.2

L'effort vers l'assainissement budgétaire est sensible surtout depuis 1924. Cependant, les ressources d'emprunt et de trésorerie, qui, jusqu'en 1923, assurent le paiement de plus de la moitié des dépenses publiques, représentent encore 27,4 p. 100 en 1924 et 16,8 p. 100 en 1925. Les dépenses budgétaires ne forment d'ailleurs pas le total des dépenses publiques. L'écart est de 18 milliards en 1920, 14 en 1921, 11,5 en 1922, 8,7 en 1923, et c'est la trésorerie qui le couvre.

V. — La dette intérieure.

Le retour à la paix ne clôt pas la période des emprunts. Il en est émis deux en 1920 et un en 1925, à des conditions très onéreuses. L'emprunt amortissable de mars 1920 est du type 5 p. 100, mais les titres émis à 100 francs sont rem-

boursables à 150 francs. Un second emprunt, émis à 6 p. 100 et perpétuel, est ouvert la même année. L'emprunt perpétuel émis en 1923 est au taux de 4 p. 100, mais avec garantie de change.

Ces trois emprunts ne forment pas la seule dette perpétuelle ou à long terme constituée de 1919 à 1923. Il faut y ajouter les émissions à long terme du Crédit national, créé par la loi du 16 octobre 1919, pour faciliter la réparation des dommages causés par la guerre : l'Etat verse à cet organisme les annuités nécessaires au service de ses emprunts.

En outre, la loi du 31 juillet 1920, article 152, autorise l'Etat, au lieu de faire aux sinistrés des versements en capital, à leur payer des annuités réparties sur une durée de quinze à vingt ans, qu'ils pourront utiliser pour gager des emprunts. La loi du 30 avril 1921 permet au ministre des finances d'échanger, à titre facultatif pour les intéressés, les titres d'indemnité, à défaut de emploi et de réinvestissement, contre des titres de rentes inaliénables pendant cinq ans.

I. — La Dette à court terme

Des paiements d'arriérés ont aussi été effectués, en 1921 et 1922, en obligations de la Défense nationale, avec le consentement des intéressés. La loi du 28 février 1923 a rendu ce procédé obligatoire, à titre exceptionnel et jusqu'au 1^{er} janvier 1926, pour certaines portions des indemnités autres que celles afférant à la reconstitution d'immeubles bâtis.

Au début de 1915, le gouvernement avait songé à introduire dans le grand public les obligations du Trésor, jusqu'alors souscrites par une clientèle restreinte : il imagine

des obligations de la Défense nationale, comme il avait institué des bons de la Défense nationale. La loi du 10 février 1913 créait des obligations décennales; la loi du 16 février 1917, des obligations vicennales; d'autres lois, des obligations quinquennales et sexennales.

Le montant total de ces divers types en circulation ne dépassait guère 700 millions, à la fin de l'année 1920.

A partir de 1921, la dette à court terme augmente considérablement. L'Etat émet des obligations sexennales et décennales, principalement en règlement d'indemnités par remise de titres aux sinistrés.

Pour profiter de la vogue des bons du Trésor, il désigne sous ce nom les titres d'emprunts à plus d'un an, qui dépassent l'échéance normale maxima de la dette flottante, et constituent plus exactement des engagements du Trésor : bons de 1921 à 2 ans; bons de 1923 à 3-5 ans ou à 3-6-10 ans, au gré du porteur; bons de 1924 à 10 ans.

Enfin, le Crédit national a procédé à des émissions à terme rapproché.

Pendant la période de 1919 à 1925, ces divers emprunts ont créé au profit de l'Etat les ressources exceptionnelles suivantes :

(en millions de francs)

	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925
Emprunts perpétuels (produit net, non compris les consolidations et conversions)	»	11.278	»	»	»	»	»
Emprunt à terme	»	7.035	»	»	»	»	»
Emprunts du Crédit national ..	3.960	3.880	1.871 ¹	7.822	4.951	1.567	»
Paiements, en titres d'annuités et obligations, des dommages de guerre.....	»	»	4.694	2.632	4.388	5.293	3.020
Totaux.....	3.960	22.193	6.565	10.454	9.339	6.860	3.020

1. Non compris 1.070 millions de bons de la Défense nationale apportés en souscription en novembre 1921.

soit un total de 62.391 millions, non compris les bons du Trésor.

Les remboursements suivants ont été effectués en 1924 et en 1925 :

	(en millions de francs)	
	1924	1925
Bons janvier 1922 du Crédit national ..	1691	»
Bons juillet 1922 du Crédit national	»	1.729
Bons du Trésor à 3 et 5 ans 1922	»	3.669
Bons du Trésor à 3-6-10 ans 1923		
(1 ^{re} série)	»	2.666
Bons de la Défense nationale, bons du		
Trésor et obligations	»	3.798

Au 31 mars 1926, la dette perpétuelle et à long terme s'élevait à plus de 155 milliards; la dette à court terme, à près de 40 milliards, soit 195 milliards environ, sans compter 93 milliards et demi de dette flottante et 36 milliards et demi pour la dette extérieure.

Dette intérieure au 31 mars 1926 (1).

I. — Dette perpétuelle et à long terme.

(en milliers de francs)

Dettes contractées avant la guerre :

Rentes 3 % amortissables	2.740.540
Rentes 3 %	19.740.417
Rentes 3 1/2 %	11.954
Rentes 5 % 1915 et 1916	18.857.251
Rentes 4 % 1917	9.003.381
Rentes 4 % 1918	20.598.170

1. Rapport du Comité des experts, *Annexes*, tableau D., p. 151 et 152.

Rentes 5% amortissables 1920 (prime d'amortissement non comprise)	15.725.512
Rentes 6 % 1920	27.531.575
Rentes 4 % 1925	5.928.895
Rentes d'Alsace et de Lorraine	73.452
Capital des annuités servies par l'Etat	11.250.094
Obligations des chemins de fer de l'Etat	1.936.850
Emissions du Crédit national à long terme ..	14.515.650
Capital correspondant aux titres d'annuités remis aux sinistrés (loi du 31 juillet 1920)	10.740.249
Avances permanentes de la Banque de France	200.000
Total	158.853.990

A déduire :

Rentes versées en libération de la contribution extraordinaire sur les bénéfices de guerre, rachetées en Bourse, ou reçues en souscription à l'emprunt 6 % en 1920. Ces rentes sont inscrites au nom du Trésor et ne seront annulées qu'avec les séries auxquelles elles appartiennent (loi du 2 août 1920, art. 4)	4.498.630
Reste	154.355.360

II. — Dette à court terme.

Obligations de la Défense nationale :

Sexennales 1919	343.000
Décennales 1919-1929 1 ^{re} émission	118.000
Décennales 1919-1929 émises en paiement des dommages de guerre	7.090.000

Décennales 1922-1932, remises aux banques d'Alsace et de Lorraine	254.000
Sexennales 1925-1931, remises en paiement des dommages de guerre	2.590.000
Bons du Trésor :	
A 3 et 5 ans	4.322.000
A 3-6-10 ans, 1 ^{re} série	6.653.000
A 3-6-10 ans, 2 ^e série	6.189.000
A 10 ans, 1924, prime de remboursement non comprise	4.788.000
Emissions du Crédit national à terme rap- proché	7.563.466
Total	39.910.466

Ces emprunts répétés augmentent la charge annuelle des intérêts et sont un facteur de déficits, de recours aux avances de l'Etat ou à l'émission de nouveaux emprunts. Les dépenses annuelles de la dette publique s'élèvent de plus en plus jusqu'en 1923 :

(en milliards de francs) (1)

1919	7,9
1920	11,7
1921	11,1
1922	13,6
1923	12,8

D'autre part, ces émissions massives de rentes et de valeurs à long terme, auxquelles s'ajoutent les emprunts des collectivités, saturent le marché. Elles provoquent la hausse du taux de l'intérêt et, par suite, la baisse des cours

1. Rapport de M. Chéron, au nom de la Commission des finances du Sénat pour 1926.

de toutes les valeurs à revenu fixe. Les valeurs d'Etat, en raison de la quantité considérable de capitaux qui s'y trouvent investis, sont particulièrement atteintes.

Les capitalistes, lassés des pertes en capital subies sur des titres souscrits depuis peu de temps, se portent de préférence vers des valeurs à plus courte échéance.

Voici quelques exemples de dépréciation en Bourse de valeurs d'Etat (1) :

	<i>Cours ex-coupon</i>		
	<i>d'émission</i>	<i>6 mois après</i>	<i>un an après</i>
4 % 1917	68,71	68,75	70,90
5 % 1927	99,77	98,25	95,84
Bons du Trésor 6 % 1922	99	97	95,25
Crédit national 6 % 1923	99,70	94,25	91,45
Crédit national 6 % 1924	96	89,10	76,20
Bons du Trésor 5 % 1924	99,58	88,80	79,45

Aussi l'Etat et le Crédit national sont-ils contraints de renoncer aux emprunts à long terme et d'émettre des obligations et des bons à 2 ans, à 3-5 ans, à 3-6-10 ans.

Le taux d'intérêt réel, au prix d'émission, est de plus en plus élevé (1) :

Crédit national 5 % à lots (novembre 1919)	5,50 %
— 6 % (octobre-novembre 1920) ..	6 —
Bons du Crédit national 6 % à lots (octobre 1921)	6,52 —
Bons du Trésor 6 % (septembre 1922) à 3 ans ..	6,58 —
— — — à 5 ans ..	6,54 —
— — 6 % (septembre 1923) à 3 ans ..	7,61 —
— — — à 6 ans ..	7,32 —
— — — à 10 ans ..	7,21 —
Bons décennaux 5 % (novembre-décembre 1924)	8,62 —

L'année 1925 accentue la tendance à la « déconsolida-

1. Rapport précité, p. 146.

tion ». A la crainte de la dépréciation viennent s'ajouter, dans l'esprit des créanciers de l'Etat, de nouvelles préoccupations. La hausse des changes, les déclarations imprudentes sur les difficultés des échéances, les projets de consolidation forcée, détournent le public des placements à terme éloigné. Les porteurs de bons de la Défense nationale ne les consolident plus en valeurs à court terme. On constate, au contraire, la transformation aux échéances de valeurs à court terme en bons de la Défense nationale. Les bons eux-mêmes sont souscrits ou renouvelés à des échéances de plus en plus brèves, ou transformés en comptes courants particuliers à vue du Trésor.

Ces déconsolidations rendent les échéances de plus en plus rapprochées et redoutables. Elles compromettent l'équilibre de la Trésorerie et contraignent l'Etat à demander de nouvelles avances à la Banque d'émission.

De cette masse croissante d'emprunts résulte pour l'Etat une charge écrasante d'intérêts. Jusqu'en 1922, le budget des dépenses recouvrables supporte et couvre par de nouveaux emprunts les arrérages des émissions faites au titre des réparations. Ces arrérages sont incorporés à partir de 1922 au budget général. Mais si les impôts constituent, dans une proportion croissante, la ressource normale des budgets, il faut bien emprunter pour combler les déficits et les intérêts croissants de la dette contribuent au déficit, préparent de nouveaux emprunts ou de l'inflation.

Charges de la dette publique.

	en milliards de francs	en % des dépenses totales
1919	7,9	14,6
1920	11,7	20
1921	11,1	21,7
1922	13,6	27,7
1923	12,8	27,9

II. — *La Dette flottante.*

Au 1^{er} janvier 1919, la dette flottante s'élève à 43.013 millions; au 1^{er} janvier 1926, elle atteint 93.687 millions. Cette augmentation de plus de 50 milliards, en six années de paix, supérieur à l'accroissement de la dette flottante pendant toute la guerre, fait ressortir avec un relief saisissant la politique de l'après guerre, l'état angoissant des finances publiques et les embarras de la Trésorerie.

a) *Les avances de la Banque de France.*

L'exercice 1919, période d'illusion à l'égard de l'Allemagne comme des alliés, de foi aveugle dans la vertu de la paix pour restaurer les finances publiques, porte une lourde responsabilité dans cette aggravation de la situation financière : pas d'économies, pas d'impôts; 8.330 millions d'avances de la Banque de France; 23.830 millions de bons de la Défense nationale. Avec l'accroissement des comptes courants du Trésor, soit 2.700 millions, la dette flottante monte, en cette seule année, de 43 à 79 milliards.

Les exercices suivants semblent marquer la préoccupation d'assainir la situation, par la création de nouvelles ressources fiscales (loi du 22 mars 1920), par l'incorporation au budget général des intérêts, puis des dépenses permanentes, du budget des dépenses recouvrables. Le gouvernement poursuit en même temps une politique de réduction de sa dette envers l'Institut d'émission. Celui-ci invitait d'ailleurs le Trésor à s'engager dans cette voie.

Parlant de l'actif immobilisé constitué par la dette immobilisée constituée par la dette de l'Etat, le rapport de 1919 s'exprime ainsi : « Il faut maintenant s'efforcer de dégager cet actif dans le plus bref délai possible. L'excédent de

billets de banque, qui en est le passif, la contrepartie, pèse sur les conditions des échanges et aggrave la crise des prix. Il importe donc d'alléger progressivement notre circulation. Le remboursement de la dette de l'Etat envers la Banque est la condition nécessaire de cet allègement et l'unique moyen de rétablir un régime monétaire normal » (1).

La Banque n'a d'ailleurs pas l'ambition de revenir à la situation d'avant-guerre, de ramener le franc au pair en résorbant toute la circulation créée depuis la guerre. Elle veut seulement, par l'arrêt de l'inflation, « soustraire enfin résolument la valeur du franc à l'influence artificielle des besoins de l'Etat » et « récupérer une certaine marge d'émission, non pour provoquer une déflation trop rapide, que les circonstances ne permettraient pas, mais pour l'appliquer, au contraire, dans toute la mesure nécessaire, aux besoins industriels et commerciaux » (1) et « restituer à notre pouvoir d'émission, l'élasticité nécessaire pour nous permettre de faire face à tous les besoins du crédit commercial et industriel » (2).

La Banque de France avait accordé assez aisément, le 13 février 1919, une première augmentation d'avances, en partie motivée par le retrait de coupures locales dans les régions envahies et par l'introduction du franc en Alsace-Lorraine. Elle n'avait consenti la seconde, le 24 avril, qu'après un premier refus, et elle avait stipulé dans la convention l'engagement du Trésor de rembourser cette avance sur le produit du plus prochain emprunt, pour ramener le maximum à 24 milliards. La Banque abandonnait au fonds d'amortissement des avances, institué par la convention

1. Banque de France, Rapport de 1919.

2. Banque de France, Rapport de 1921.

3. Banque de France, Rapport de 1922.

du 20 septembre 1914, l'intérêt de son avance de 3 milliards.

Les fonds de l'emprunt de mars 1920 furent absorbés par les besoins de la Trésorerie : l'Etat ne put tenir son engagement de rembourser l'avance d'avril 1919. La Banque consentit à différer le règlement jusqu'à la fin de l'année 1920. Par la convention du 29 décembre 1920, le ministre des finances, M. François Marsal, proclamait la volonté de l'Etat de se libérer avec régularité : l'Etat s'engageait à rembourser annuellement à la Banque une somme de 2 milliards, à partir de 1921.

Les embarras du Trésor ne lui permirent pas d'exécuter intégralement ses promesses, mais 2 milliards sont exactement remboursés en 1922. La convention du 22 décembre 1922 abaissa le montant du remboursement de 2 à 1 milliard; la convention du 27 décembre 1923, à 800 millions; celle du 22 décembre 1924, à 1.200 millions, dont 800 furent prélevés sur le compte d'amortissement et 400 sur le fonds Morgan.

Par suite de ces remboursements partiels, le compte des avances, accru d'un milliard en 1920, diminue légèrement jusqu'en 1925, et le maximum des avances autorisées est réduit d'autant.

Avances de la Banque de France.

(en millions de francs)

Au 1 ^{er} janvier	1919		17.150
—	—	1920	 25.500
—	—	1921	 26.600
—	—	1922	 24.600
—	—	1923	 23.600
—	—	1924	 23.300
—	—	1925	 22.600
—	—	1926	 33.950

Montant des avances autorisées.

<i>Conventions</i>	<i>Lois de ratification</i>	<i>Montant des avances autorisées (en millions)</i>
13 février 1919	5 mars 1919	24.000
24 avril 1919	17 juillet 1919	27.000
20 décembre 1920 ..	31 décembre 1920 ...	25.000
21 décembre 1922 ..	31 décembre 1922 ...	24.000
14 décembre 1923 ..	27 décembre 1923 ...	23.200
22 décembre 1924 ..	31 décembre 1924 ...	22.000
7 avril 1925	15 avril 1925	26.000
24 novembre 1925 ..	27 juin 1925	32.000
24 novembre 1925 ..	23 novembre 1925 ...	33.500
7 décembre 1925 ..	4 décembre 1925 ...	39.500
1 ^{er} janvier 1926	»	38.500

En 1925, le poste des avances cesse de diminuer et se gonfle considérablement. Le montant des avances s'élève, de 22.600 millions au 1^{er} janvier 1925, à 35.950 millions au 1^{er} janvier 1926.

En mars 1924, le Trésor était si gêné que, le 6 mars, les avances atteignaient 23.100 millions pour un maximum autorisé de 23.200 millions. Il avait eu recours à des avances secrètes, notamment sous forme de souscription de bons du Trésor par des banques, pour 695 millions. Le montant de ces avances, ramené à 22 millions le 20 juin, s'était ensuite élevé et atteignait 1.351 millions le 2 octobre 1924, 2.523 millions le 12 mars 1925 et 3.130 millions le 2 avril.

Les banques, ayant eu besoin de disponibilités, avaient demandé à la Banque de France d'escompter les bons souscrits. Le maximum de la circulation fiduciaire se trouvait ainsi dépassé, dès octobre-novembre 1924.

Le gouvernement continuant cette politique d'avances occultes, la Banque de France refusa de couvrir plus longtemps ces irrégularités. Le 2 avril 1925, le ministre des finances demanda aux Chambres d'élever de 4 milliards le maximum de la circulation, pour les besoins du commerce, prétendait-il. La Banque de France fit apparaître le dépassement dans son bilan du 9 avril 1925, en accusant le chiffre exact de la circulation fiduciaire. Après deux crises ministérielles, la loi du 15 avril 1925 porta de 22 à 26 milliards le maximum des avances autorisées, et de 41 à 45 milliards celui de la circulation des billets.

De nouvelles avances nécessitèrent l'élévation du maximum des avances, à 32 milliards, le 27 juin; 33,5 le 23 novembre, et 39,500 le 4 décembre 1925.

En raison des avances consenties par la Banque en 1919, le maximum d'émission des billets avait été porté de 33 à 36 milliards (décret du 25 février 1919), puis 40 milliards (loi du 17 juillet 1919).

En 1920, les circonstances économiques et la crise mondiale faisaient craindre que la marge d'émission des billets ne fût trop étroite pour répondre aux besoins du commerce. La loi de finances du 31 juillet 1920 autorisa le gouvernement à élever par décret, le cas échéant, la limite d'émission de 40 à 43 milliards, « pour les besoins du commerce ». Un décret du 28 septembre 1920 fixa cette limite à 41 milliards.

Le maximum de la circulation ne fut pas réduit du fait des remboursements effectués par l'Etat. En 1925, à la suite de nouveaux prélèvements, la limite d'émission fut portée à 45 milliards (loi du 15 avril 1925), à 51 milliards (loi du 27 juin 1925), enfin à 58,5 milliards (loi du 4 décembre 1925).

En définitive, la politique de réduction de la circulation par le remboursement des avances de l'Etat, préconisée par la Banque de France et décidée par la convention de 1920, a échoué. L'Etat n'a pas pu tenir intégralement ses engagements : en quatre ans, il n'a remboursé à la Banque que 4 milliards, et en 1925, il réclame de nouvelles avances. Au 1^{er} janvier 1926, le montant des avances a plus que doublé depuis la fin de la guerre.

Cela tient à ce que cette politique ne se suffisait pas à elle-même. Le remboursement des avances de l'Institut d'émission doit être un des premiers articles d'un programme d'assainissement financier; mais c'est un contre-sens de rembourser la Banque, si on n'assainit pas en même temps la Trésorerie. En poursuivant la réduction des avances, alors que le budget était en déficit et la Trésorerie réduite aux expédients, le gouvernement substituait à des ressources sûres, dont la Banque ne pouvait pas exiger la restitution, des ressources dont le public, à la première panique, était en droit de lui réclamer la restitution à l'échéance.

S'il a pu réduire la circulation fiduciaire, de 39.387 millions, en octobre 1920, à 35.955, en mai 1922, ce n'est pas par une action déflationniste réelle, mais par le jeu de la crise économique et du placement en bons de la Défense nationale. Du 31 mai 1921 au 31 août 1922, les avances de la Banque sont ramenées de 26,2 à 23,9 milliards, mais le montant des bons de la Défense nationale passe de 51.812.038.000 francs à 62.662.605.000 francs. L'Etat réduit de 2.300 millions sa dette envers la Banque; mais, dans le même temps, il accroît sa dette flottante de 10.850 millions (1).

1. Rapport général du budget de 1923; Rist, *op. cit.*, p. 71.

On allait ainsi au devant d'une crise de trésorerie, qui le contraindrait à demander de nouvelles avances à la Banque d'émission. C'est ce qui s'est produit en 1925.

b) *Les bons de la Défense nationale.*

Tandis que l'Etat se préoccupait de réduire la circulation fiduciaire, il continuait à émettre des bons de la Défense nationale. Le succès remporté par cette invention de guerre semblait en faire une ressource inépuisable pour le Trésor. Le gouvernement ne s'apercevait pas du danger qu'il y avait à multiplier ces instruments de trésorerie, et à leur demander, comme pendant la guerre, de remédier aux déficits du budget.

L'exercice 1919 a vécu sur les bons de la Défense et les avances de la Banque de France. Le montant des bons augmente les deux années suivantes et ne décroît qu'à partir de 1923.

L'augmentation se poursuit, pour les bons du Trésor, jusqu'en 1924.

Bons de la Défense nationale et bons ordinaires du Trésor.

(en millions de francs)

	<i>Bons de la Défense</i>	<i>Bons du Trésor</i>
Au 1 ^{er} janvier 1919	22.335	580
— — 1920	46.140	1.912
— — 1921	48.938	1.961
— — 1922	58.420	1.942
— — 1923	56.431	2.639
— — 1924	54.723	2.997
— — 1925	54.538	1.870
— — 1926	45.735	2.393
Au 1 ^{er} mai 1926	46.217	2.667

La loi du 31 décembre 1921 revient cependant au principe du maximum d'émission des valeurs du Trésor. Elle décide que la loi de finances fixera chaque année le montant et la nature de l'émission et qu'aucune émission supplémentaire ne pourra être faite qu'en vertu d'une loi. Les lois de finances annuelles fixent, jusqu'en 1926, un maximum global, sans distinguer les bons ou les valeurs à moins courte échéance. Elles ne réduisent pas, en fait, le montant des émissions et autorisent, d'autre part, l'émission de valeurs du Trésor pour un montant égal à celles qui viendront à échéance dans l'année; d'autre part, l'émission de nouvelles valeurs du Trésor, c'est-à-dire le renouvellement et l'augmentation de la dette de Trésorerie.

L'augmentation des bons de la Défense nationale, en 1921 et 1922, explique comment, malgré sa situation déficitaire, le gouvernement a réussi à rembourser à la Banque de France une partie de ses avances. Il y a, en effet, une solidarité étroite entre les avances de la Banque et les bons de la Défense, un « circuit » dans lequel les bons s'échangent contre des billets, ou les billets contre des bons. Lorsque les souscriptions de bons sont abondantes, l'Etat peut réduire son compte d'avances en remettant à la Banque les billets fournis par les souscripteurs. Si, au contraire, la hausse des prix ou l'activité des affaires nécessitent des moyens de paiement supplémentaires, ou si le public cesse d'avoir confiance dans l'Etat, les porteurs de bons, au lieu de les renouveler, se les font rembourser; l'Etat est obligé de demander des avances pour faire face à l'excédent des demandes de remboursement sur les renouvellements. Le public règle en quelque sorte lui-même la quantité des billets en circulation. Suivant qu'il demande on ne demande pas le remboursement des bons de la Défense. Et comme c'est

l'Etat qui règle, par sa politique budgétaire, l'augmentation ou la diminution des bons, c'est lui qui règle, en dernière analyse, la circulation de la Banque elle-même. « Tant que les dépenses, et les recettes ne s'équilibrent pas, l'Etat est exposé théoriquement au risque d'avoir à payer en billets le montant exact du déficit du budget » (1).

La crise économique de 1920-1921, en réduisant l'activité des affaires et en abaissant le niveau des prix, a restreint les besoins du public en instruments monétaires. Les billets ainsi libérés ont reflué vers les bons de la Défense nationale, souscrits par les détenteurs de billets, ou par les banques où ceux-ci les avaient déposés. Le Trésor, directement approvisionné par le public, a pu se passer de la Banque de France, et même réduire son compte courant d'avances, qui descend graduellement jusqu'à 21.200 millions, au 16 mars 1922.

La diminution de la circulation fiduciaire, loin d'être une cause, est alors une conséquence de la baisse des prix.

Avec la reprise des affaires et la hausse des prix, au cours de l'année 1922, la situation se renverse. Une partie des disponibilités du public cesse d'aller au Trésor et se porte vers des opérations plus avantageuses. Les particuliers encaissent à l'échéance, au lieu de les renouveler, les bons qu'ils ont en portefeuille. Les établissements de crédit, pour satisfaire aux demandes de remboursement des dépôts, employés principalement en bons, font de même. Pendant les six derniers mois de l'année 1922, au lieu d'un excédent des souscriptions de bons sur les remboursements, les remboursements, pour la première fois, excèdent les souscriptions de près de 4 milliards. Au lieu de rembourser à la

1. Cf. Maroni, *Journal des débats*, 16 octobre 1922; Rist. *La déflation en pratique*, pp. 67-68.

Banque de France les deux milliards promis par la convention du 29 décembre 1920, l'Etat est obligé de limiter son remboursement à un milliard, et de faire élever de 23 à 24 milliards le maximum de ses avances.

La solidarité des avances et des bons a suggéré, en 1925, l'idée d'un maximum unique pour ces deux éléments. Puisque le montant des avances augmente quand le chiffre des bons diminue, il est irrationnel, pensait-on, de fixer une limite spéciale pour les avances. En établissant un maximum unique, on permettra à l'Etat de se procurer l'une ou l'autre de ces deux ressources.

Cette proposition n'a pas été retenue. La suppression du maximum des avances aurait fait disparaître un des moyens de prévenir les abus des procédés de trésorerie, et le « plafond unique » négligeait l'inconvénient, propre aux avances, d'être une cause d'inflation.

La loi du 27 juin 1925, qui autorisait l'emprunt de consolidation 4 p. 100 à garantie de change, décidait que le montant maximum de la dette flottante, non compris les avances de la Banque de France, serait fixé à la somme qu'elle atteindrait au jour de clôture de la souscription. Cette disposition marquait la volonté des pouvoirs publics de renoncer à l'abus des moyens de trésorerie pour faire face aux dépenses publiques. Le maximum n'a pas eu l'occasion de jouer, car la crise du crédit public, en réduisant les souscriptions aux bons, a limité naturellement le montant de la dette flottante. De mars 1925 à juillet 1926, les remboursements des bons de la Défense et des bons du Trésor excèdent à peu près chaque mois les souscriptions.

(en millions de francs)

Dates	Bons de la Défense			Bons du Trésor			Circulation totale
	Emission	Rembour.	Circulation	Emission	Rembour.	Circulation	
1924							
31 décembre	»	»	54.728	»	»	1.870	56.408
1925							
Janvier	8.090	7.742	54.886	1.556	1.153	2.273	57.159
Février	6.683	6.577	54.992	529	978	1.824	56.816
Mars	6.086	7.153	53.945	1.961	826	2.929	56.874
Avril	5.161	6.830	52.246	1.329	1.611	2.677	54.923
Mai	5.582	6.584	51.544	709	946	2.740	53.984
Juin	5.504	6.179	50.569	1.387	916	3.211	53.780
Juillet	7.146	7.025	50.690	2.079	1.035	4.255	54.945
Août	6.336	6.996	50.330	1.006	774	4.487	54.817
Septembre	6.944	6.072	51.202	1.474	1.673	3.348	55.550
Octobre	6.449	6.034	51.617	1.157	1.882	3.623	55.240
Bons de la Défense repris en souscription à l'emprunt 4 % 1925	»	4.994	46.623	»	»	»	50.246
Novembre	4.575	5.627	45.571	968	1.778	2.813	48.381
Décembre	7.036	6.872	45.735	1.119	1.539	2.393	48.128
1926							
Janvier	8.221	7.867	46.089	843	1.064	1.172	48.261
Février	6.770	6.791	46.068	935	385	2.722	48.790
Mars	7.389	7.674	45.783	814	780	2.756	48.539
Avril	7.038	6.609	46.212	608	698	2.666	48.878
Mai	7.021	6.849	46.384	834	923	2.577	48.961
Juin	5.829	6.056	46.157	706	640	2.643	48.800
Juillet	4.693	6.632	44.218	1.263 ¹	943	2.963	48.616

Du 31 décembre 1924 au mois de juillet 1926, la circulation diminue de 10.510 millions pour les bons de la Défense, et de 7.792 millions au total. Compte tenu de la consolidation partielle due à l'emprunt 4 %, l'excédent des remboursements est de 2.798 millions. Pour l'année 1925 seule, il atteint le maximum de 3.286 millions.

1. Souscriptions demandées aux banques par le Trésor.

Ces excédents de remboursements s'expliquent par la hausse des prix qui augmente le besoin de signes monétaires. Cette hausse ne résulte pas seulement d'une plus grande activité des affaires : elle est la conséquence de la dépréciation du change, aggravée par l'expatriation des capitaux inquiets des menaces d'impôts ou de consolidation. La presse, les déclarations officielles, font connaître au public les préoccupations de la Trésorerie pour ses échéances. Les porteurs commencent à douter de l'exactitude du Trésor à remplir ses engagements. Les emprunts émis en 1924 et en 1925 échouent : emprunt du Crédit national, en février 1924; emprunt Clémentel, malgré le taux réel d'intérêt de 8,62 p. 100, en novembre 1924; emprunt Caillaux, malgré la garantie de change, en juillet 1925.

D'avril 1924 à avril 1925, la valeur en Bourse des rentes, des obligations du Crédit national et des bons inscrits à la cote officielle tombe de 131 à 113 milliards.

Ces inquiétudes déterminent une déconsolidation des placements. Des valeurs à court terme sont transformées aux échéances en bons de la Défense nationale. Les bons eux-mêmes sont renouvelés à échéances de plus en plus courtes : la proportion des bons à un mois et à 3 mois augmente, celle des bons à 6 mois et à un an diminue.

	Bons à			
	1 an	6 mois	3 mois	1 mois
Première quinzaine de janvier :	(%)			
1924	52,2	23,1	10,6	14,1
1925	48,8	21,2	15,4	14,6
1926	40,6	9,7	11,5	38,2
Deuxième quinzaine de mai 1926 ...	42,3	7,1	15,2	35,4

Les bons à un mois et à trois mois seuls donnent aux porteurs pleine sécurité, par la date extrêmement prochaine de l'échéance, et surtout par la faculté d'escompte immédiat. Ils ne procurent au Trésor qu'une ressource illusoire, puisqu'ils le laissent sous la menace d'un décaissement presque contemporain de l'émission. Il lui faut pour y faire face demander à la Banque de nouvelles avances. C'est un nouveau segment du circuit; plus l'échéance des bons est rapprochée, plus le danger d'inflation est menaçant.

Le mouvement de consolidation se manifeste enfin sous une forme encore plus caractéristique : les capitalistes s'abstiennent de placer leurs fonds et se contentent de les déposer au Trésor en comptes courants remboursables à vue.

c) *Les comptes courants du Trésor.*

Les dépôts de fonds et les comptes courants particuliers ont, en effet, pris après la guerre un développement beaucoup plus considérable.

Le poste Divers de la dette flottante, qui comprend notamment : les dépôts et comptes courants, le solde des comptes de chèques postaux, les jetons métalliques, accuse une progression à peu près constante.

(en millions de francs)

1 ^{er} janvier 1919	2.735
— 1920	5.449
— 1921	4.094
— 1922	3.621
— 1923	6.537
— 1924	5.938
— 1925	8.482
— 1926	9.609
1 ^{er} mai 1926	8.297

Dans ces sommes, les comptes de dépôts ouverts à la Caisse centrale du Trésor public aux particuliers, en vertu du décret du 29 juin 1916, figurent pour les montants suivants :

1 ^{er} janvier 1919	218 millions
— 1920	646 —
— 1921	928 —
— 1922	618 —
— 1923	676 —
— 1924	556 —
— 1925	1.055 —
— 1926	2.496 —
1 ^{er} mai 1926	917 —

Si l'on rapproche le montant de ces comptes de celui des bons de la Défense nationale, on observe dans l'ensemble des mouvements en sens inverse de ces deux postes : les comptes courants diminuent quand les bons augmentent, et augmentent quand les bons diminuent : il y a solidarité de tous les éléments de la dette flottante. Lorsque les besoins monétaires augmentent ou que la confiance des capitalistes faiblit, les souscripteurs de bons n'en demandent pas le renouvellement et déposent leurs fonds à vue, pour en garder la disposition.

Les comptes de dépôts et comptes courants créditeurs font peser sur la Trésorerie une menace immédiate de remboursement, en cas de hausse de prix ou de panique et elle ne pourrait satisfaire les demandes que par des émissions de billets, dans l'état du crédit public en 1924 et en 1925.

VI. — Le change de 1919 à 1926.

Pendant la guerre, les avances des Trésoreries britannique et américaine avaient assuré la couverture des besoins de l'Etat et permis à la Banque de France d'approvisionner de change les importateurs. La livre et le dollar s'étaient stabilisés et le taux de leur prime, au moment de l'armistice, était faible. L'arbitrage avait notablement réduit la hausse des devises neutres et elle était peu élevée à la cessation des hostilités.

Cette situation favorable s'est modifiée brusquement en 1919. La Trésorerie britannique a suspendu ses avances dès le mois de mars; la Trésorerie américaine, après avoir réduit les siennes, les supprime au début du second semestre. Le gouvernement français, confiant dans le maintien de la coopération alliée, n'avait constitué aucune réserve. Le marché du change resta livré à ses propres moyens.

a) *La balance du commerce.*

Or, les besoins de change étaient plus importants que jamais. Le déficit de la balance commerciale s'aggrave en 1919 et en 1920. Les exportations augmentent sensiblement, mais les importations s'accroissent bien davantage : la récolte de 1918 a été insuffisante, il faut reconstituer les stocks industriels et la remise en état des régions dévastées exige une énorme quantité de matériaux et de produits de toutes sortes.

Le commerce extérieur de 1919 à 1925.

(en millions de francs)

	<i>Importations</i>	<i>Exportations</i>	<i>Déficit ou excédent</i>
1919	35.799	11.880	— 23.919
1920	49.905	26.895	— 23.010
1921	22.068	19.772	— 2.296
1922	23.930	21.378	— 2.552
1923	32.688	30.432	— 2.256
1924	39.928	41.468	+ 1.540
1925	43.980	45.413	+ 1.433

En tonnage (tonnes).

1919	38.447.165	5.564.460	— 32.882.805
1920	50.537.926	12.855.238	— 37.682.688
1921	40.062.102	16.035.021	— 24.027.081
1922	51.418.201	22.642.857	— 28.775.344
1923	54.864.682	24.909.865	— 29.954.817
1924	53.591.363	29.387.090	— 27.204.273
1925	47.425.572	30.225.981	— 17.199.591

Dans les années suivantes, les exportations augmentent constamment en tonnage, grâce au rétablissement progressif de la production industrielle. Les quantités importées demeurent nettement supérieures, malgré un fléchissement en 1921, dû à la crise économique mondiale.

Si le commerce extérieur reste déficitaire en tonnage, la balance commerciale des valeurs s'améliore brusquement au début de 1921, grâce au ralentissement des achats consécutif à la crise, et à la baisse des prix. Le solde est à peine débiteur, de 1921 à 1923; en 1924 et 1925, les exportations dépassent en valeurs les importations.

Divers éléments actifs compensent, dans une mesure difficile à déterminer, le déficit de la balance commerciale en 1919 et 1920 : ventes de valeurs du portefeuille étranger et placements à l'étranger, stimulés par la dépréciation du franc; dépenses des corps expéditionnaires anglais et américain; dépenses des étrangers qui reviennent en France pour visiter les champs de bataille.

b) *Les crédits extérieurs*

Les crédits extérieurs obtenus sont moins importants que pendant la guerre. La dette extérieure à terme de la France passe de 29 milliards de francs-or, à la fin de 1918, à 36 milliards, à la fin de 1920, soit une augmentation d'environ 20 milliards de francs-papier.

Le concours de la trésorerie britannique est suspendu; celui de la trésorerie américaine va en diminuant : le gouvernement de Washington veut maintenir au change-dollar la suprématie qu'il a acquise pendant la guerre, et que l'arbitrage risque de compromettre au bénéfice de la livre sterling.

Des crédits nouveaux sont obtenus par émission de bons du Trésor ou d'emprunts; ils sont absorbés pour partie par des remboursements des crédits antérieurs.

De 1919 à 1925, les emprunts extérieurs ont procuré à l'Etat les ressources suivantes :

(en millions de francs)

	Amérique	Angleterre	Autres pays	Totaux
1919.....	9.267	1.759	322	11.348
1920.....	3.293	203	78	3.578
1921.....	1.449	—	3	1.452
1924.....	»	412	»	412
1925.....	»	252	»	252
Total général				17.042

Les remboursements nets suivants ont été effectués sur les emprunts extérieurs :

(en millions de francs)

1919	2.676
1920	4.901
1921	2.966
1922	1.238
1923	847
1924	1.397
1925	911
	14.936

Au 31 mars 1926, la dette extérieure (dette entre les gouvernements alliés et dette commerciale) dépassait 36,5 milliards au pair.

	En milliers de francs
I. — Avances de la Trésorerie américaine	15.193.841
Bons du Trésor remis à la Trésorerie britannique, avec les intérêts capitalisés	16.320.006
	31.513.847

II. — Dette commerciale :

<i>Etats-Unis :</i>	En milliers de francs
Emprunt 1920	393.601
— 1921	326.620
— 1924	589.950
— des villes de Lyon, Bordeaux et Mar- seille	210.235
Obligation en paiement des stocks	2.110.026
Reliquat de l'Anglo French Loan	72
Reliquat de l'emprunt 5 1/2 %	10.930
<i>Angleterre :</i>	
Bons émis en Angleterre	117.399
Bons du Trésor remis à la Banque d'Angleterre	1.071.850
Cession des stocks anglais	81.965
<i>Crédits en banque :</i>	
(Hollande, Argentine, Uruguay, Canada)	307.631
	5.060.279

c) *Les achats spéculatifs de francs.*

Les divers éléments actifs de la balance des comptes et les crédits extérieurs, en partie absorbés par d'importants remboursements, ne suffisent pas, en 1919 et 1920, à combler l'énorme déficit du commerce extérieur.

L'importance et la durée du déficit ne permettaient pas d'attirer des capitaux étrangers par le procédé classique de la hausse du taux de l'escompte. Les brusques variations du change rendaient trop dangereuse toute spéculation basée sur une différence dans les taux de l'intérêt.

Le découvert des dettes envers l'étranger a été surtout

compensé par des achats spéculatifs de francs effectués par les étrangers.

Voici comment s'analyse le mécanisme de cette opération. « Cette intervention consiste dans l'achat de francs contre monnaies étrangères, dans le maintien de ces francs en dépôt chez nous, soit directement, soit indirectement, enfin, dans la reconversion ultérieure de ces francs, soit en la monnaie primitive qui a été utilisée pour leur achat, soit en une autre monnaie.

Par exemple « un jour donné, les créances exigibles sur la France sont surabondantes sur le marché de New-York. Après application de tous les éléments d'actif que nous pouvons avoir sur l'Amérique, la compensation n'est pas complète; il reste un solde. Ce solde étant exigible tout comme la partie compensée, il doit être payé d'une façon ou d'une autre.

« Que se passe-t-il alors ? Des Américains qui ont confiance dans le relèvement de la France, qui espèrent qu'un moment viendra où les affaires s'arrangeront, où le franc retrouvera toute sa valeur, achètent ces créances; ils remettent aux détenteurs les dollars qui leur sont dus, ils font encaisser chez le débiteur français la contre-valeur en francs des dollars déboursés et ils laissent momentanément ces francs en dépôt dans une banque française. Le jour où se réalisera l'amélioration que j'ai escomptée, pense chacun des spéculateurs, je demanderai le rapatriement de mon solde créditeur à la banque qui l'a en dépôt; comme le franc aura augmenté de valeur par rapport au dollar, j'obtiendrai avec le même nombre de francs un nombre de dollars plus grand que celui que j'ai déboursé pour acheter la créance française; ce sera mon profit. »

Ces achats de francs ne répondent donc, dans le principe,

à aucune nécessité de paiement. Ce sont des opérations de spéculation à la hausse du franc. Cette spéculation est déterminée presque uniquement par la confiance : confiance dans l'amélioration de la balance des comptes, dans l'esprit d'économie et de travail, dans le rétablissement de l'ordre dans les finances, en 1919, confiance dans la reprise de l'aide des Etats-Unis à la France.

Fondées sur la confiance, ces opérations suivent les fluctuations de la confiance. Lorsqu'elle est ébranlée, les spéculateurs les liquident; ils rapatrient les francs déposés en France. Pour opérer cette conversion des francs réclamés en monnaies étrangères, la France, qui n'a pas assez de devises, doit déterminer d'autres spéculateurs étrangers à se substituer aux premiers, à des conditions de plus en plus onéreuses.

Les crédits de spéculation constituent donc une véritable dette flottante et les créanciers peuvent, à tout moment, les révoquer. C'est à l'interruption ou au brusque retrait de ces crédits que doivent être attribuées la plupart des violentes fluctuations du franc, de 1919 à 1926. Le franc s'est déprimé toutes les fois que la confiance a été ébranlée par un événement défavorable à la France.

La spéculation internationale s'était déjà exercée pendant la guerre, en Suisse, en Suède, en Hollande, en Espagne, sur le franc et sur le mark. Les répercussions sur la cote du franc avaient été cependant atténuées par la solidarité financière alliée et le jeu de l'arbitrage.

d) *Les mouvements du change jusqu'en 1923.*

Après la suspension des concours britannique et américain, ce contrepoids a disparu et le change a été abandonné sans frein à la spéculation internationale. Les mouvements

du change ont été influencés par la situation financière et politique de la France. Le franc baisse, quand les trésoreries alliées et associées suspendent leurs crédits; en décembre 1919, lors de la publication du message du Président Wilson, annonçant à l'Europe qu'elle doit s'arranger pour se passer du concours de l'Amérique; en mars 1920, quand le Sénat des Etats-Unis refuse de ratifier le traité de Versailles. Le recours de l'Etat à de nouvelles avances de la Banque d'émission produit aussi une influence déprimante sur la spéculation.

L'amélioration de la balance commerciale, l'arrêt de l'inflation, le vote de 8 milliards d'impôts nouveaux, puis l'acceptation par l'Allemagne de l'état des paiements dressé par la Commission des réparations créent à l'étranger un état d'esprit nettement favorable au franc. Sa valeur remonte en 1921. La spéculation, découragée par les pertes subies en 1919 et 1920, reprend espoir. Les retraits des crédits flottants provoqués par des prises de bénéfices restent limités; de nouveaux créanciers se substituent aux anciens. Une fraction importante du flottant est d'ailleurs investie en valeurs françaises.

Les changes étrangers se relèvent brusquement à partir du mois de juin 1922 et la tension s'aggrave d'août à novembre. Le déficit du commerce extérieur reste limité, mais l'équilibre de la balance des comptes est rompu par les mouvements des avoirs étrangers, dont le rapatriement est à certains moments brusqué par l'état de l'opinion internationale à l'égard de l'avenir du franc. L'amélioration de la situation industrielle ralentit le placement des bons de la Défense nationale. Malgré l'émission d'un emprunt du Crédit national et des bons du Trésor à long terme, le fléchissement des ressources de la Trésorerie oblige l'Etat à recourir

à la marge disponible des avances de la Banque; il ne peut lui rembourser en fin d'année qu'un milliard au lieu des deux stipulés. L'étranger retient ces indices. De plus, la carence prolongée de l'Allemagne lui donne l'impression que la France ne pourra se faire rembourser la totalité des réparations et devra pendant longtemps couvrir les « dépenses recouvrables » par l'emprunt, d'où une nouvelle menace d'inflation.

En 1923, constate le rapport annuel de la Banque de France, « rien dans la situation économique de notre pays ne pouvait justifier le fléchissement de notre devise ». Cette situation s'était très notablement améliorée, grâce à l'effort persévérant de nos producteurs et à la restauration industrielle presque achevée de nos régions dévastées. Le déficit de notre balance commerciale, ramené de 2.551 millions en 1922 à 2.200 millions en 1923, était certainement compensé par les autres éléments créditeurs de notre balance générale.

Cependant, le change ne cesse de monter en 1923, sauf en septembre, au moment où l'Allemagne annonce la cessation de la résistance passive.

La baisse progressive du franc s'explique par « l'orientation pessimiste d'une partie de l'opinion étrangère s'appuyant sur les charges croissantes que l'insolvabilité prolongée de l'Allemagne imposait à notre trésorerie. Nos meilleurs amis eux-mêmes en étaient venus à se demander si les finances de la France ne fléchiraient pas sous le poids des réparations avant que les gages saisis aient donné un résultat productif ou coercitif efficaces, si les emprunts répétés que nous étions encore obligés de contracter pour subvenir aux dépenses recouvrables sur l'Allemagne ne compromettraient pas à la longue, par le jeu des intérêts, l'équi-

libre de notre budget, et si la carence persistante de nos débiteurs d'outre-Rhin ne finirait pas, malgré toutes les assurances solennellement données, par nous conduire à l'inflation.

e) La crise des changes au début de 1924.

Le ministre des finances avait déposé, le 17 janvier, un projet d'assainissement budgétaire comportant : le principe d'économies, d'un milliard au moins et du renoncement à toutes dépenses nouvelles; le gouvernement recevait le droit de réaliser par décrets les économies; l'incorporation au budget général des annuités pour pensions de guerre et des intérêts des emprunts des réparations; la majoration de deux décimes de tous les impôts; le bordereau de coupon pour faciliter le contrôle de l'impôt sur le revenu.

Ce projet d'apparence surtout fiscale avait surtout un but monétaire : il cherchait à réduire le déficit et la menace d'inflation, causes de dépréciation du franc.

L'annonce de ce projet, complétée par la hausse du taux de l'escompte, porté de 5 à 5 1/2, puis à 6 %, aurait dû arrêter la chute du franc. Cependant, le dollar, qui dépassait le cours de 19 francs à la fin de décembre 1923, continue à monter : la moyenne mensuelle de janvier atteint 21,43; celle de février, 22,65. En mars, l'ascension des cours est quotidienne.

Cours (moyens)

	Livre	Dollar
1 ^{er} mars 1924 ... Fr.	103.05	24. »
3 mars 1924	103.15	24.07
4 mars 1924	106.50	24.77
5 mars 1924	105.72	24.72
6 mars 1924	106.40	24.63
7 mars 1924	112.70	25.98
10 mars 1924	114.80	27. »
11 mars 1924	116.10	27.20

Cette hausse vertigineuse, inexplicable en présence d'un effort considérable d'assainissement financier, résultait évidemment d'un large mouvement de spéculation à la baisse du franc. Dans les premiers jours de mars, le taux des dépôts atteignit le chiffre exceptionnel de 25 % l'an.

La spéculation affectait plusieurs formes : emprunt de francs pour les vendre comptant et les racheter après la baisse; achat à terme en francs de valeurs-or : matières premières, cotons, cafés, actions étrangères ou françaises cotées à la Bourse de Paris, à l'échéance, on payait en francs qui s'étaient dépréciés, ou on se faisait reporter.

Le second procédé se traduisait « pour le marché français, par la nécessité immédiate de se couvrir en marchandises ou en titres par des achats à l'étranger, et en change, pour le règlement au dehors de ces achats. Son action était donc identique à celle d'une vente de francs français.

De plus, pour tous les produits ou titres, importés ou non, « ces achats provoquaient une répercussion morale » : entraînant la hausse des cours — sous la double influence de la demande des matières premières ou des titres et de la dépréciation du franc — ils incitaient les producteurs et les

capitalistes français à accompagner ces achats étrangers de leurs propres ordres d'achats; ils créaient ainsi une « panique en hausse », cette envolée des valeurs or ayant comme contre-partie obligatoire la baisse des valeurs à revenu fixe et, au premier rang de celles-ci, des fonds d'Etat français.

« Il y avait donc double campagne contre le franc : celle contre la monnaie elle-même et celle contre le crédit de l'Etat matérialisé par ses rentes et ses obligations.

« Dans la mesure où ces opérations ont pu procurer des bénéfices à la spéculation étrangère, ces bénéfices ont constitué à son profit de nouvelles disponibilités en francs, qu'elle s'est empressée de jeter sur le marché des changes. » (1)

Pour juguler la spéculation, il fallait obliger les vendeurs de francs à livrer. Le gouvernement demanda à la Banque de France d'engager son crédit pour se procurer les ressources nécessaires. Sur l'assurance formelle du gouvernement d'obtenir du Sénat le vote rapide de ses projets financiers et d'éviter à l'avenir tout emprunt sans en assurer le service par des recettes budgétaires normales, la Banque de France entra en pourparlers avec Londres et New-York; elle obtint un crédit de 4 millions de livres des quatre grandes Joint Stocks Banks et un crédit de 100 millions de dollars consenti par un ensemble de banques groupées sous le patronage de J.-P. Morgan et Cie. Ces crédits, accordés pour trois mois et renouvelables pour trois autres mois, ne comportaient aucune remise d'or préalable. La Banque s'engageait seulement à rembourser cette somme à

1. Bokanowski, note au président du Conseil, *J. off.*, Doc. parlem., Chambre, annexe, 7353.

l'échéance, à défaut de livres ou de dollars, par un envoi d'or.

Le ministre des finances ordonna aux banques de suspendre tous crédits en francs et d'exiger la livraison. La Banque de France et le Syndicat offrirent du dollar à carnet ouvert et exigèrent la livraison de tous les vendeurs de francs.

La situation de ces derniers était difficile : les francs détenus sur les autres places étaient épuisés et les banques françaises refusaient les crédits en francs. Le taux de déports monta à 25 %.

Dès le 17 mars, la livre descend à 88 francs, le dollar à 20,50; le 19, à 84,50 et 19,60; le 24, à 78,10 et 17,73. La Banque commence à se racheter. Le cours de la livre se tend le lendemain à 80,90. A la fin de mars, la livre était ramenée aux environs de 78 francs, le dollar, de 18 francs.

La Banque, à partir de ce moment, se borne à arrêter quelques retours offensifs, et à racheter progressivement les devises vendues, engagées pour 55 millions de dollars.

Malgré ces rachats, la hausse du franc continue jusqu'au 23 avril, où les cours extrêmes de 65,30 pour la livre et de 14,87 pour le dollar sont atteints.

Cette hausse résultait de la spéculation américaine sur les places de l'Europe centrale, qui avaient de formidables positions à la baisse du franc. Elle était accentuée par la conduite des commerçants français, qui, après s'être couverts trop tôt, ne se couvraient plus du tout. La hausse cessa brusquement avec la prise des bénéfices par les spéculateurs de New-York.

Le 8 mai, la livre passait de 68 à 70,10, le dollar de 15,50 à 16,08. Le mouvement dure jusqu'au 2 juin, où la livre cote 82,65 et le dollar 20,47.

La Banque de France, ayant intégralement reconstitué le contingent des devises utilisé, remboursa le crédit anglais à son échéance de septembre, sans avoir à prélever de l'or sur son encaisse. Elle obtint, à titre de précaution, le renouvellement pour trois mois du crédit américain et le liquida en décembre, au moyen d'un emprunt de 25 années conclu sur le marché américain.

Les rachats de la Banque et du Trésor n'avaient pu enrayer cette hausse. La masse de manœuvres dont disposait la Banque était insuffisante, en face de l'ampleur du mouvement de spéculation anglo-saxon. Elle était tout près de la limite d'émission des billets, et il lui eût semblé trop grave de la dépasser.

La Banque de France n'a cependant pas voulu cette hausse, comme on l'a prétendu. Elle considérait que les cours des devises « les plus bas qui aient été enregistrés pendant toute l'année, résultaient manifestement d'une réaction temporaire inévitable, mais excessive ». L'opération de mars 1924 semblait se rattacher, dans la manière dont la comprit la Banque de France, à la conception d'une masse de manœuvre servant à couper des points spéculatifs, le mouvement de fond étant dû à des phénomènes économiques (balance des comptes) sur lesquels on ne peut rien.

Les idées des dirigeants de la Banque jusqu'en 1926 n'étaient pas favorables à une stabilisation monétaire et l'opération semble avoir eu pour but d'obtenir « une stabilité dynamique », selon l'expression de M. Décamps, moyenne de l'avance et du recul de la spéculation. C'est la suite logique du principe selon lequel les changes sont, sauf le cas de spéculation, incontrôlables, car ils résultent de l'état de la balance des comptes.

f) *La crise des changes en 1925-1926.*

Après la hausse des devises, en mai 1924, le franc s'était légèrement amélioré au mois de juin, puis était resté à peu près stable jusqu'à la fin de l'année. Au 31 décembre, le dollar cotait 18 fr. 45.

Cette stabilité n'était pas définitive. Le franc subit en 1925 une crise d'une exceptionnelle gravité qui se poursuit jusqu'en juillet 1926 à un rythme accéléré.

Cours moyens du dollar à Paris :

Janvier 1925	18,54
Février 1925	18,93
Mars 1925	19,20
Avril 1925	19,26
Mai 1925	19,38
Juin 1925	20,98
Juillet 1925	21,30
Août 1925	21,32
Septembre 1925	21,22
Octobre 1925	22,55
Novembre 1925	23,55
Décembre 1925	23,31
Janvier 1926	26,75
Février 1926	25,23
Mars 1926	27,95
Avril 1926	29,52
Mai 1926	31,91
Juin 1926	34,12
Juillet 1926	40,95

Cette hausse des devises n'a pas pour cause, comme dans les premières années d'après guerre, le déficit de la balance

commerciale : elle est créditrice en 1924 et 1925. Depuis 1922, la balance des comptes est, dans son ensemble, favorable. La hausse ne s'explique donc pas par les besoins du change, mais par la spéculation à la baisse du franc. Cette spéculation s'appuie sur le défaut de confiance dans la restauration financière de la France. Jusqu'en 1924, elle est surtout d'origine étrangère. En 1925, la défiance a gagné les nationaux : l'expatriation des capitaux français, puis la fuite devant le franc, en 1926, appuient la spéculation étrangère. La chute du franc sur le marché des changes est une crise de confiance nationale et non plus seulement étrangère : de là son ampleur et la difficulté de réagir contre l'abandon de la monnaie par les Français eux-mêmes.

La gestion financière exerce une influence déplorable sur l'opinion du pays et de l'étranger. La Chambre mêle la politique à la discussion du budget. Elle bouleverse le projet du ministre des finances, y introduit des réformes de droit civil, en éternise la discussion, entre en conflit avec le Sénat. Le budget de 1925 n'est voté qu'en juillet, dans des séances de nuit orageuses; celui de 1926, en avril.

Les ministères se succèdent. Les gouvernements, les membres du Parlement apportent leurs projets, qui inquiètent l'épargne : impôts sur les rentes, sur le capital, suppression des titres au porteur, carnet de coupons, serment fiscal, Etat héritier, emprunt forcé.

La trésorerie est extrêmement gênée. Le gouvernement est obligé de recourir à des avances occultes, dont la révélation, en faisant apparaître le dépassement du « plafond » de la circulation fiduciaire, cause une intense émotion. A quatre reprises, en 1925, il lui faut revenir à l'inflation, à laquelle on avait renoncé en 1920.

Le Trésor doit faire face, en 1925, à de lourdes échéan-

ces, de 12 milliards au total, imprudemment accumulées. Le gouvernement commet la faute de manifester une angoisse excessive, alors que les bons se renouvellent automatiquement, au moins pour leur majeure partie. Il finit par faire partager ses craintes au public et provoque remboursements et déconsolidation, l'échec du projet d'emprunt de consolidation de la dette à court terme. Le projet de moratoire ou de consolidation forcée à la veille d'une échéance de bons du Trésor produit le plus désastreux effet, alors que le sang-froid des pouvoirs publics, l'union des partis, auraient suffi à maintenir la confiance des citoyens, qui n'avait en somme jamais faibli, dans une situation financière susceptible de s'améliorer progressivement.

Le spectacle du désordre et de l'impuissance du Parlement, du manque d'autorité des gouvernements, les projets menaçants d'inspiration politique ont réussi à compromettre le franc dans le pays comme au dehors. Le facteur psychologique occupe la première place dans sa chute vertigineuse.

Les capitaux nationaux délaissent les émissions du Trésor. Ils se font rembourser et vont se placer à l'étranger, en valeurs mobilières, en immeubles, en commandites industrielles, etc. La loi de 1918 sur les exportations de capitaux est impuissante à empêcher cet exode des francs.

La disparition générale de la confiance accélère la chute du franc et rend de plus en plus illusoires les évaluations budgétaires. L'ampleur des mouvements du change ne permet plus de les corriger, comme en mars 1924, par une manœuvre technique. Au mois de juin 1926, le ministre des finances utilise le fonds Morgan pour une intervention sur le marché des changes. Il y absorbe 58 millions de

dollars sans obtenir d'autre résultat qu'une baisse passagère du change suivie d'une reprise.

Le 27 juillet, le Trésor obtient de la Banque de France une avance de 771 millions, en lui rétrocédant le reliquat des devises du fonds Morgan.

Une masse de manœuvre, d'ailleurs appuyée sur des projets d'assainissement financier, avait suffi pour briser la spéculation étrangère. Les capitaux nationaux n'y participaient pas et gardaient confiance. Elle est impuissante en 1926, lorsque les francs détenus par des Français prennent la fuite comme ceux appartenant à des étrangers.

Dans la dernière période de la crise apparaît la fuite devant la monnaie, avec deux indices familiers aux pays soumis à la grande inflation. Aux mois de juillet et d'août 1926, les retraits de fonds aux Caisses d'épargne excèdent les dépôts de 187.024.000 francs en juillet et de 132.545.000 en août. En juillet, les étiquettes de prix varient avec le cours du change.

g) *Les prix intérieurs de 1919 à 1926.*

Les prix intérieurs n'ont pas suivi après la guerre une ascension continue comme au cours de hostilités. Ils poursuivent leur hausse jusqu'en juin 1920, puis fléchissent et se stabilisent pendant un an. La hausse reprend dans le second semestre de 1922 et devient vertigineuse en 1925 et 1926.

Indice mensuel des prix de gros

(1914 : 100)

26 juin 1919	317.9
26 décembre 1919	407.2
24 juin 1920	474.5
30 décembre 1920	418.3
30 juin 1921	313.1
29 décembre 1921	313.8
28 décembre 1922	348.7
28 juin 1923	293.6
27 décembre 1923	441.1
26 juin 1924	447.7
26 décembre 1924	488.2
25 juin 1925	552.2
31 décembre 1925	646.
24 mai 1926	702.

Si l'on rapproche les indices des prix de gros du montant de la circulation des billets ou des avances de la Banque à l'Etat, on ne constate pas un parallélisme rigoureux. Les prix sont en baisse en décembre 1920, tandis que les avances et les billets ont augmenté. Ils sont stationnaires de juin 1921 à juin 1922, alors que billets et avances diminuent. Ils montent de décembre 1922 à décembre 1924, bien que les avances soient réduites. En juin 1925, la baisse des prix est nette, alors que les avances et la circulation ont gonflé depuis avril.

Le désaccord est encore plus net entre les mouvements des prix et des bons de la défense nationale, ou l'ensemble de la dette flottante, qui augmentent constamment jusqu'en 1923, tandis que les prix ont fléchi de 1921 à 1922.

L'accroissement de la dette flottante de 1919 à 1923 est proportionnellement bien supérieur à celui des prix.

Les dépôts et comptes courants des banques ont largement progressé depuis 1918. Ils s'élèvent, pour les quatre grands établissements de crédit, à 42.400 millions en 1919, 45.097 en 1924, 20.267 millions en 1925. Ces pouvoirs d'achat s'ajoutent aux billets, aux comptes courants du Trésor et, dans la mesure que nous avons précisée, aux bons de la défense nationale. Si on totalise ces pouvoirs d'achat, leur masse a grandi plus constamment et dans une plus forte mesure que les prix n'ont augmenté. Ils ont exercé leur action sur les prix, mais cette action n'est ni mathématique, ni exclusive.

En 1919, la condition monétaire a été aggravée par la brusque remise en circulation des milliards thésaurisés par les campagnes pendant la guerre. En 1919, principalement dans le second semestre, les populations rurales, qui avaient réalisé d'importants bénéfices au cours des hostilités, ont effectué de très gros achats de terres. Un grand nombre de domaines que n'exploitaient pas leurs propriétaires ont changé de mains. Les hypothèques ont été remboursées. Le pouvoir d'achat, représenté par les billets jusqu'alors immobilisés, ayant servi à ces opérations, s'est appliqué à d'autres acquisitions (1).

D'autres causes ont accentué l'influence de l'augmentation des pouvoirs d'achat sur les prix. Les démobilisés et la population civile ont voulu se dédommager des privations de la guerre et ont dépensé sans compter, stimulés par l'illusion de la surabondance monétaire. L'industrie s'est désintéressée de son prix de revient; les importations se sont accrues.

1. Décamps, *Les changes étrangers*, p. 367.

Dans le second semestre de 1920, la phase des économies commence. Les dépenses de consommation sont réduites au profit des dépenses de production. L'arrêt des émissions n'alimente plus la hausse. Les prix baissent et déclenchent une crise économique. La hausse reprend à la fin de 1922, après la liquidation de la crise.

Si l'on compare les indices des prix français et les indices des prix américains convertis, l'écart est en faveur des Etats-Unis, en 1919, de la France en 1920. La parité est à peu près rétablie dans les premiers mois de 1921; à partir d'avril, la tendance est légèrement favorable aux prix américains.

En 1919, sauf, peut-être dans les derniers mois, « la hausse de l'agio a toujours été en retard pour corriger la hausse des prix : elle courait après celle-ci sans jamais l'atteindre, sans cesse modérée par les secours de la spéculation internationale, tandis que la hausse des prix était exagérée par une inflation monétaire chaque jour plus forte ». (1).

L'écart des prix encourage les importations et décourage les exportations. Le déficit commercial s'accroît.

En 1920, la situation se renverse. Au début, malgré l'allure désordonnée de la hausse des prix en France, la hausse du change laisse une marge bénéficiaire à l'exportation. De janvier à avril, la prime du dollar passe de 225,6 p. 100 à 312,8 p. 100 fin avril, la marge bénéficiaire à l'exportation atteint près de 160 p. 100.

Dans la suite de l'année, les prix baissent en France et, même davantage, aux Etats-Unis, mais la prime du dollar rétablit l'écart favorable aux exportations. Leur chiffre, en

1. Détamps, *op. cit.*, p. 377.

1920, est plus du double de celui de 1919, en tonnage et en valeur.

Cette situation favorable aux exportations se maintient les années suivantes; malgré la baisse des prix en dollars aux Etats-Unis et la hausse des prix en France, la prime du change dollar réserve aux exportateurs une marge bénéficiaire.

	<i>Indices des prix de gros en France</i>	<i>Indices du cours du dollar</i>	<i>aux Etats-Unis Indices des prix de gros en dollars en francs au cours du dollar</i>	
1919 Janvier ..	335	105	205	215
1919 Juillet ...	356	132	218	288
1920 Janvier ..	497	227	240	545
1920 Juillet ...	506	238	248	590
1921 Janvier ..	415	304	175	532
1921 Juillet ...	337	247	145	358
1922 Janvier ..	320	236	142	335
1922 Juillet ...	332	234	160	374
1923 Janvier ..	395	289	161	465
1923 Juillet ...	415	328	156	512
1924 Janvier ..	505	414	156	646
1924 Juillet ...	491	378	152	575
1925 Janvier ..	525	358	165	591
1925 Juillet ...	569	411	165	678
1926 Janvier ..	647	512	161	824

CHAPITRE IV

LE RAPPORT DES EXPERTS

Jusqu'à la crise de 1926, les pouvoirs publics n'avaient pas su embrasser dans son ensemble le problème du franc et ils ne l'avaient aperçu que par certains côtés. La Banque d'émission avait d'abord vu dans la réduction des avances à l'Etat et de la circulation fiduciaire le procédé classique susceptible de restituer au franc sa valeur. Le gouvernement avait poursuivi cette politique à contresens, malgré les déficits budgétaires.

L'équilibre du budget avait ensuite attiré son attention. Pour absorber le déficit, il avait institué de nouvelles ressources fiscales, réduit, puis supprimé le budget des dépenses recouvrables.

La Chambre de 1924 avait surtout envisagé l'aspect fiscal du problème; mais en y apportant des préoccupations politiques de parti, elle avait perdu de vue la crise à résoudre et l'avait singulièrement aggravée.

Le change semblait à la Banque de France échapper à toute action officielle, sauf une manœuvre à rebours en cas de pointe d'origine spéculative. La Chambre de 1924 affectait au contraire de croire qu'il pouvait se régler par une simple intervention sur le marché.

Le problème de la trésorerie avait longtemps paru second-

daire : les ministres des finances trouvaient toujours dans les bons de la Défense un remède aux déficits du Trésor, et même du budget. Les échéances avaient été imprudemment accumulées. Le jour où le crédit public vacilla, le gouvernement perdit, avec la source de recette qu'il croyait inépuisable, tout son sang-froid et, en exposant ses inquiétudes, précipita la chute du franc.

La Chambre montrait une égale méconnaissance des facteurs psychologiques, qui prennent, en 1925 et 1926, une si grande importance dans la dépréciation du franc à l'intérieur comme au dehors.

La nomination par décret du 31 mai 1926, d'un Comité d'experts « chargé de donner son avis sur les mesures propres à réaliser l'assainissement financier », réalise un sérieux progrès de méthode. Des techniciens vont enfin examiner l'ensemble des problèmes de la monnaie, du crédit public, de la trésorerie et de l'économie nationale, au point de vue technique, en dehors de toute préoccupation politique et doctrinaire.

Le rapport du Comité des experts montre la situation financière sous tous ses aspects, en toute franchise. Il propose des mesures d'ensemble, qui vont désormais servir de base à la discussion du problème monétaire. M. Caillaux, appelé au ministère des finances, fait siennes les conclusions du rapport des experts. Après sa chute, M. Poincaré les reprend, avec des modifications importantes, imposées par la préoccupation de les faire accepter par le Parlement.

Le comité des experts repousse la revalorisation du franc à sa valeur d'avant-guerre; solution « aujourd'hui chimérique car elle suppose une déflation continue et systématique, ruineuse pour les contribuables, qu'écraserait le poids d'une dette publique représentant en valeur nominale la totalité

de la fortune française, ruineuse pour l'industrie, le commerce et l'agriculture, qui ne pourraient supporter ni la réduction indéfinie des prix, ni les conséquences des engagements contractés depuis qu'a commencé la dépréciation du franc ». (1).

La revalorisation intégrale entraînerait des ajustements incessants de prix, de salaires, d'intérêts, occasion de crises économiques continuelles, qui bouleverseraient la vie sociale, sans réaliser plus de justice : les bénéficiaires de cette mesure ne seraient pas les victimes de la dépréciation du franc, en raison de la transmission rapide des titres et des biens.

Les experts concluent donc à la nécessité de la stabilisation monétaire. La chute du franc a aggravé la destruction des capitaux qui résultait de la guerre. La prospérité du commerce et de l'industrie n'est qu'une apparence : le pays consomme son patrimoine. La dépréciation allège les dettes, mais l'esprit d'épargne disparaît, le crédit devient impossible et la production est menacée : conséquences graves dans un pays de classes moyennes, d'industrialisation limitée, dont la prospérité est surtout faite de la capacité d'épargne.

La chute du franc allège les charges de la dette intérieure, mais elle aggrave celles de l'Etat consommateur et débiteur de l'étranger. Elle est génératrice de désordre dans le budget, les recettes fiscales et même le crédit public. L'inflation engendre la hausse des changes et des prix, qui provoque de nouveau l'inflation.

Comme conditions de la stabilisation, les experts proposent « un ensemble cohérent et ordonné de recommandations », qui s'enchaînent logiquement et dont on ne peut

1. Rapport des experts, p. 9.

détacher de solutions partielles. « Le rapport forme un tout ».

La stabilisation légale résultera de l'abolition du cours forcé, avec nouvelle définition légale de la valeur du franc. La loi de stabilisation doit être précédée d'une période assez longue de stabilisation de fait.

Les conditions de la stabilisation de fait sont d'ordre moral et de caractère technique.

Au point de vue moral, il faut rétablir la confiance dans la monnaie. « Il faut que Français et étrangers aient une confiance absolue dans la sécurité des capitaux, dans le respect des engagements, dans la continuité de vues sans laquelle le plan ne peut être exécuté ». (1).

Au point de vue technique, la stabilisation de fait suppose :

1° L'équilibre de la balance des comptes, grâce à l'arrêt de l'évasion des capitaux français, à l'achat exceptionnel et provisoire de crédits étrangers à plus ou moins long terme et au retour progressif des capitaux français expatriés;

2° La réalisation absolue de l'équilibre budgétaire;

3° L'équilibre de la trésorerie;

4° Le règlement définitif de nos engagements extérieurs;

5° L'adaptation de l'économie générale du pays à la nouvelle situation monétaire;

6° L'existence à la Banque d'émission d'une couverture en or et en devises étrangères suffisante, avec le portefeuille commercial, pour garantir la circulation des billets.

I. — La balance des comptes.

La balance commerciale était à peu près en équilibre depuis 1921. La balance des comptes aurait dû être assez

1. Rapport des experts, p. 11.

facilement équilibrée depuis trois ans, si des ventes importantes de francs opérées par les étrangers et des exportations de capitaux français n'avaient déterminé la baisse du change.

Le Comité observe que « les avoirs à l'étranger ainsi constitués forment toutefois une réserve de disponibilités susceptibles d'aider efficacement au maintien de la stabilité du franc, lorsque d'autres mesures l'auront rendue possible. En facilitant le rapatriement de ces capitaux, on compensera par là même les insuffisances de notre balance commerciale ». (1).

II. — L'équilibre budgétaire.

M. Caillaux avait cherché à réaliser « le superéquilibre » du budget de 1926 et il demandait un effort supplémentaire de 3 milliards $1/2$. Le budget voté le 29 avril porte ce supplément à 4 milliards environ. Il revient à la règle de la pénultième pour l'évaluation des recettes. Il laisse à la disposition de la trésorerie les recettes du plan Dawes et le produit des impôts exceptionnels établis par la loi du 4 décembre 1925. Il relève les crédits pour tenir compte de la hausse des prix et incorpore les pensions de guerre et les indemnités aux sinistrés.

Le Comité constate avec satisfaction ces résultats, cet effort vers l'équilibre du budget et l'indépendance de la trésorerie. Il fait cependant trois réserves :

1° L'équilibre budgétaire risque d'être compromis par les variations du change et la hausse des prix, qui augmente certaines dépenses;

2° Des relèvements de crédits sont à prévoir pour l'aug-

1. Rapport, p. 14.

mentation des traitements et les expéditions du Maroc et de Syrie;

3° Certaines dépenses, laissées à la charge de la trésorerie, devraient être incorporées dans le budget.

Les opérations de consolidation et d'amortissement nécessiteront la création d'importantes ressources. Il convient donc tout d'abord de pratiquer une énergique compression des dépenses publiques.

Le Comité repousse la réduction des dépenses à caractère obligatoire contractuel, comme celles de la dette publique : réduction du taux d'intérêt des rentes, suspension de l'amortissement contractuel : un tel manquement aux engagements de l'Etat amènerait la ruine du crédit public.

Le budget doit donc être allégé par des économies. Elles auront un effet psychologique : « L'opinion française et étrangère est restée déçue de la stérilité des tentatives de réformes faites jusqu'à ce jour ». (1).

Ces économies seront obtenues en modernisant et en simplifiant les méthodes administratives, par la fusion ou même la suppression de services, l'élargissement et le regroupement des circonscriptions administratives, la participation plus large des budgets locaux à certaines dépenses d'Etat.

Les dépenses à effectuer pour achever la reconstitution des régions libérées sont de l'ordre de 12 à 15 milliards. Le Comité prévoit leur imputation sur les recettes du plan Dawes, jusqu'à concurrence de 1.400 millions par an et la délivrance aux sinistrés de titres amortissables.

Le Comité propose d'incorporer au budget un certain nombre de dépenses laissées jusqu'alors à la charge de la trésorerie :

1. Rapport, p. 19.

1° Dépenses pour les chemins de fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine;

Le réajustement des tarifs doit réaliser l'équilibre de leurs comptes de profits et pertes. Pour les dépenses de premier établissement, nominalement couvertes par l'emprunt, le Comité recommande de couvrir le minimum indispensable par une inscription au budget.

2° Intérêts des avances de la Banque de France et affectés à leur réduction;

3° Réduction de ces avances;

4° Amortissement des dettes étrangères : les sommes inscrites au budget y seront maintenues;

5° Solde des avances à des gouvernements étrangers.

Il était normal de couvrir ces dépenses par l'impôt, sauf les dépenses de premier établissement des chemins de fer et le solde des dépenses de la dette extérieure. Normalement, les produits du plan Dawes auraient dû assurer le règlement des dépenses afférentes au service de la dette extérieure, par des emprunts amortissables dont ils auraient payé les annuités. Les experts imputent ces dépenses au budget pour soulager la trésorerie, en raison du mauvais état du crédit.

On constate ici une réaction excessive contre les errements de l'après-guerre. La trésorerie avait supporté des dépenses qui auraient dû incomber au budget; les experts imposent au budget des charges que la trésorerie doit normalement supporter. La loi du 4 avril 1926 avait déjà mis à la charge du budget le fonds de roulement de reconstitution et d'extension du matériel des postes et la loi du 4 décembre 1925 avait essayé de couvrir par des recettes budgétaires les excédents de remboursement des bons de la défense nationale.

Pour assurer l'équilibre du budget, dégager définitivement la trésorerie et procéder aux opérations de consolidation et d'amortissement, les experts envisagent une augmentation de recettes de 2,5 milliards pour 1926 et de 5 milliards pour 1927.

Le Comité des experts estime qu'en période d'instabilité monétaire, un pays n'est pas entièrement libre du choix des impôts à adopter. Seuls sont susceptibles d'assurer l'équilibre budgétaire les impôts de consommation d'un produit immédiat et régulier et dont le rendement s'accroît avec la hausse des prix. Les impôts directs sont perçus en vertu de rôles dont l'établissement précède la mise en recouvrement et sont assis sur des revenus forfaitaires ou réalisés un ou deux ans auparavant. Leur produit en valeur-or se contracte en période de dévaluation monétaire. Les mesures de rigueur et les relèvements de taux provoquent l'exportation des capitaux et accélèrent ainsi la crise des changes.

Le Comité va au devant des objections faites aux impôts indirects. Un système de lourds impôts directs, frappant la production et le travail n'épargne pas la masse des consommateurs : ces charges s'incorporent dans les prix, dans une proportion souvent supérieure à leur montant réel. En tout cas, les répercussions sur le coût de la vie de nouvelles taxes indirectes seront singulièrement légères, en comparaison des effets d'une nouvelle et rapide dévaluation de la monnaie.

Les dépenses variables du budget, susceptibles de s'accroître avec la hausse des prix, devraient être couvertes par des recettes variables dont le rendement suivrait la hausse des prix.

Or, le budget de 1926 ne comporte, pour 25 milliards de dépenses variables, que 20 milliards de recettes variables.

Ils se réduisent à 15 milliards, si l'on en déduit 5,7 d'impôts directs, immuables au cours d'un même exercice.

Le Comité suggère l'adaptation aux variations monétaires de certains droits spécifiques : enregistrement, douanes, contributions indirectes et monopoles et le relèvement des impôts sur les boissons hygiéniques, les automobiles, le chiffre d'affaires et les transports; pour 1927, le relèvement au coefficient 5 des droits de douane, le doublement des revenus imposables à la contribution foncière des propriétés non bâties et des coefficients d'établissement des bénéfices agricoles. Il rejette le bordereau et le carnet de coupons, nuisibles à l'épargne et générateurs de fraudes; il supprime la taxe à l'exportation, peu recommandable en période de stabilisation monétaire. Il propose : la réduction de l'impôt général sur le revenu, la fusion des régies des contributions directes et de l'enregistrement, l'abaissement des taux trop élevés des droits de succession, l'abaissement des droits sur les valeurs mobilières françaises, la suppression de l'abonnement pour les valeurs étrangères, la diminution des droits de mutation en matière immobilière : mesures inspirées du désir d'encourager l'épargne et les transactions.

Pour remettre de l'ordre dans les finances publiques, les experts recommandent de profondes modifications dans les méthodes budgétaires : prépondérance du ministre des finances dans toutes les questions financières; vote du budget avant l'ouverture de l'exercice et fixation au 1^{er} avril du début de l'exercice; universalité du budget, comportant la suppression des offices autonomes, des fonds communs, de certaines recettes avec affectation spéciale; initiative des dépenses réservée au gouvernement; limitation des exploitations industrielles de l'Etat; publicité des opérations budgétaires.

Section III. — L'Équilibre de la trésorerie.

Le Comité des experts a porté tout particulièrement son attention sur la situation de la trésorerie, dont les embarras sont à l'origine d'une grande partie des difficultés financières.

Quatre facteurs peuvent influencer la trésorie :

- 1° Demandes de remboursements sur la dette flottante et sur la dette à court terme;
- 2° Dépenses hors budget;
- 3° Déficits budgétaires;
- 4° Déséquilibres momentanés entre les encaissements et les décaissements du Trésor.

Profondément convaincu qu'il faut mettre un terme à l'inflation, le Comité cherche des solutions propres à fixer définitivement le chiffre des avances à l'Etat, à limiter le montant de la dette flottante, à en entourer le remboursement de toutes les garanties possibles et à en assurer au plus tôt la consolidation (1).

a) Il déclare qu'il importe de poursuivre la réduction des comptes courants particuliers du Trésor, susceptibles de provoquer des retraits de fonds considérables, au besoin en en modifiant les conditions;

b) Bons de la Défense nationale.

Le volume des bons de la Défense est le problème le plus important : la trésorerie a été gênée lorsque les demandes de remboursements excédaient les souscriptions.

Ces demandes peuvent provenir de l'instabilité monétaire, de la perspective de mesures de force, ou de besoins commerciaux provoqués par une hausse des prix ou une crise économique.

1. Rapport des experts, p. 21.

Le Comité écarte la consolidation forcée, le prélèvement sur le capital, l'emprunt forcé et la réduction du coupon des valeurs d'Etat : les détenteurs de titres redoutent ces mesures, même si elles ne s'appliquent pas à la catégorie de valeurs qu'ils possèdent. « La confiance dans l'exécution des promesses de l'Etat est indivisible ». Ces appréhensions disparaîtront, si l'Etat annonce son intention de tenir ses engagements et amorce la stabilisation de la monnaie.

La stabilisation, pensaient les experts, doit enrayer la hausse des prix; la crise qu'elle déclenchera n'exercera pas une influence excessive sur la circulation des bons, notamment des bons à un an, « dont la population rurale détient la plus grande partie ». (1).

Les experts ont donc foi dans l'ensemble des mesures qu'ils proposent pour rétablir la confiance, et le courant de souscription et de renouvellement des bons.

Néanmoins, ils estiment indispensable d'en poursuivre la consolidation volontaire progressive, par un emprunt de consolidation offrant toute sécurité et répondant aux conditions du marché et par des facilités d'échange contre d'autres titres.

En attendant que ces opérations soient réalisables, il importe d'entourer le remboursement des bons de toutes les garanties possibles. Le Comité des experts propose de séparer nettement de la Trésorerie le bon de la Défense nationale, qui doit être considéré comme un « legs du passé » et d'en confier la gestion à une « Caisse de gestion des bons de la Défense nationale » administrée par la Caisse des dépôts et consignations.

Cette Caisse assurerait le service de l'intérêt, du renou-

1. Rapport, p. 32.

vement et du remboursement des bons. Taux et échéances des émissions devraient être maniés avec la plus grande souplesse, en tenant compte de tous les éléments du marché.

Le Comité propose de réduire à 49 milliards, c'est-à-dire à son chiffre actuel, le montant maximum des bons pris en charge par la Caisse. Cette limite serait abaissée en fin d'année du montant des amortissements.

Pour faire face à ses charges, le Comité affecte à la Caisse de gestion :

1° Une annuité budgétaire égale au montant de l'intérêt des bons en cours, au début de l'année, et éventuellement complétée par des crédits supplémentaires. L'excédent non utilisé irait à l'amortissement des bons.

2° Une annuité d'amortissement d'au moins 500 millions, prélevée sur le budget.

3° Une dotation initiale. D'après le plan des experts, la stabilisation monétaire doit être amorcée par la réalisation d'emprunts à long terme sur les grandes places étrangères. L'Etat cèdera à la Banque de France les devises produites par ces opérations ou des opérations antérieures et leur contre-valeur en francs sera, jusqu'à concurrence de 4 milliards, portée au crédit d'un compte spécial ouvert par la Banque de France à la Caisse de gestion.

« Ce compte spécial, par sa seule existence, serait de nature à rassurer les porteurs de bons et n'aurait vraisemblablement à jouer que dans une faible mesure, l'amortissement régulier des bons étant assuré par l'annuité budgétaire ». (1).

Lors de la réalisation ultérieure d'opérations analogues, notamment en cas d'émission des obligations prévues par

1. Rapport, page 34.

le plan Dawes, 50 p. 100 au moins de la valeur en francs sera porté au crédit du compte de la Caisse de gestion, jusqu'à ce que le solde créditeur de ce compte atteigne 20 p. 100 du montant des bons en circulation.

4° Les produits nets du monopole des tabacs, érigé en Office autonome, à valoir sur les sommes prévues au budget pour l'intérêt et l'amortissement des bons.

Cette affectation permettrait à la Caisse de se faire consentir, sur le marché intérieur, des avances temporaires au moyen de délégations, auprès du public, des banques ou de la Banque de France.

La Banque de France continuerait à escompter les bons de la Défense nationale dans les conditions en vigueur.

La Caisse publierait tous les quinze jours un état de situation.

c) La Caisse de gestion prendrait en charge au même titre les Bons du Trésor ordinaires, à un an au maximum, actuellement existants, également considérés comme un legs du passé. Ces bons ne seraient plus renouvelés sous cette forme.

d) Le Comité laisse à la Trésorerie le service de la dette à court terme (bons du Trésor 3-10 ans et bons à court terme du Crédit national). Il convient d'en réduire le montant par des opérations de consolidation volontaire, par des rachats en bourse effectués par la Caisse des dépôts et consignations, notamment à l'aide d'une annuité budgétaire de 500 millions, proposée par les experts pour l'amortissement.

Les bons existant en quantités considérables dans diverses Caisses publiques pourraient être convertis, d'accord avec elles, en annuités terminables.

e) La réduction progressive des avances de la Banque

à l'Etat est un article du programme des experts. Leur disparition améliorera la couverture des billets. Mais il convient de ne pas trop charger le contribuable. Pour tenir compte de ces considérations opposées, le Comité limite la réduction annuelle des avances au montant des intérêts affectés au compte d'amortissement. D'ailleurs, après la stabilisation, une fraction considérable des avances sera éteinte par la réévaluation du stock métallique.

La Trésorerie, dégagée du service des bons de la Défense nationale et de dépenses incorporées au budget, recouvrerait son élasticité et n'aurait plus à jouer que son rôle normal. Le vote du budget avant l'ouverture de l'exercice et la réduction des comptes courants du Trésor élimineraient des causes de déséquilibre.

Pour lui donner une élasticité suffisante, les experts proposent, en raison du développement des chiffres budgétaires et des engagements auxquels la Trésorerie doit faire face, de fixer à 5 milliards la faculté d'émission des bons du Trésor.

De plus, sur le produit des premières opérations financières à l'étranger, une somme de 3 milliards sera portée au crédit du compte des avances nouvelles à l'Etat de la Banque de France. Cette écriture réduira d'autant le débit de ce compte, sans que la limite des avances soit abaissée.

Section IV. — La stabilisation du franc.

La stabilisation suppose la disposition d'un stock considérable :

1° De devises, pour empêcher la baisse de la monnaie nationale;

2° De francs, pour être en état d'absorber le surplus de devises du marché.

Les experts pensent que l'Etat n'est pas en mesure de se charger de cette opération. Dans presque tous les pays, elle a été confiée à la Banque d'émission : seule elle peut obtenir, sur la base de son or, un stock de devises suffisant et le reconstituer en attirant les capitaux étrangers. Seule, elle dispose des ressources nécessaires en monnaie nationale pour acheter les devises offertes en excédent sur le marché.

Les experts proposent un système de gold exchange standard analogue à celui qu'a pratiqué l'Angleterre : la Banque, dispensée du remboursement intérieur en or, se borne à maintenir à ses billets leur valeur internationale en utilisant ses réserves métalliques, qu'elle est en mesure de défendre par sa politique d'escompte.

La stabilisation doit être faite aussitôt que possible, pour éviter de plus grands maux et en liaison avec l'exécution du plan général proposé.

Le taux devra être choisi entre le cours du franc, tel qu'il résulte de l'indice du coût de la vie au moment décisif de l'opération et le cours du franc sur le marché des changes au même moment. Il doit tenir compte de la nécessité de retenir ou d'attirer les capitaux étrangers et de rapatrier les capitaux français.

Le choix d'un cours du franc plus favorable que le cours actuel serait désirable.

La réalisation de l'opération est subordonnée à la disposition de moyens de change immédiats et importants. Le Comité écarte l'emploi de l'encaisse métallique. Le rapatriement naturel des capitaux exportés assurera définitivement la stabilisation, mais pendant les premiers mois, l'opération s'amorcera par des moyens de change. La Banque

s'appuiera sur les apports normaux de devises provenant notamment du commerce d'exportation, mais les besoins de change sont surtout aigus dans le second semestre, pendant lequel commencera la stabilisation.

Les experts fondent, en conséquence, l'opération sur l'octroi de crédits extérieurs : emprunts à long terme à obtenir par le gouvernement; crédits à obtenir par la Banque de France; crédits privés et commerciaux. Les concours doivent être aussi larges que possible, leur importance étant un des éléments du succès de la stabilisation. Le Comité envisage des crédits à l'Etat et à la Banque de France de l'ordre de 200 millions de dollars.

Ces concours sont conditionnés par la conviction donnée à tous de la ferme volonté de stabiliser le franc et de prendre à cet effet toutes les mesures nécessaires.

Ils impliquent également la détermination du montant des dettes vis-à-vis des alliés et l'aménagement des échéances. Le Comité conclut unanimement à la nécessité de ratifier au plus tôt l'accord de Washington et de négocier dans le plus bref délai un accord définitif avec la Grande-Bretagne.

Pour faciliter le placement en France des capitaux étrangers, attirés déjà par les taux d'intérêt et hâter le retour des capitaux français, la Banque de France pourrait recevoir tous dépôts et devises appréciées de l'étranger ou de nationaux et renforcer ainsi son encaisse « devises ».

La loi sur l'exportation des capitaux n'a pas eu de résultats utiles et a parfois gêné les mouvements naturels de la devise nationale. Ses dispositions devraient être abrogées, ou atténuées, et simplifiées dans leur application. Les délinquants qui mettraient leurs devises à la disposition de la Banque seraient amnistiés.

Le Comité suggère l'ouverture au nom d'industriels, de commerçants et de particuliers, de comptes-devises, dont les titulaires pourraient disposer librement sous forme de réexportation de devises, de ventes en France, ou d'utilisation de la contre-valeur en francs. En contre-partie de ces dépôts-devises, la Banque de France pourrait consentir des avances en francs aux déposants.

Les opérations de la stabilisation du franc se répartiraient sur trois périodes : préstabilisation, stabilisation de fait et stabilisation de droit.

Dans la période de préstabilisation, aussi courte que possible, des mesures seront prises pour renforcer la confiance du public dans la monnaie et rendre l'élasticité à la circulation.

Le maximum des avances à l'Etat sera définitivement arrêté au montant actuel.

Cela fait, la fixation d'un maximum rigide à la circulation n'a plus de raison d'être. Elle entrave l'activité commerciale et peut gêner la Banque de France dans l'achat des devises et de l'or nécessaires pour fortifier son encaisse. Il appartiendra à l'Etat et à la Banque de France de trouver un système plus souple. Les billets émis en contre-partie des achats d'or ou de devises ne seront pas comptés dans le calcul du maximum de la circulation. La stabilisation légale permettra de fixer une proportion entre l'encaisse (or et devises) et la circulation.

L'encaisse devra être renforcée par l'acquisition des pièces d'or de l'intérieur, à un cours voisin du cours du change. La Banque aura le monopole de ces achats et sera seule autorisée à exporter de l'or.

La période de stabilisation de fait commencera dès que la Banque, ayant adopté un taux de stabilisation, décidera

d'acheter et de vendre l'or à un cours fixe et les devises étrangères avec un écart entre le prix de vente et le prix d'achat correspondant sensiblement aux gold points d'entrée et de sortie.

La remboursabilité intérieure, limitée au besoin à la Caisse centrale de la Banque, pourra être envisagée. Son retour est, aux yeux des experts, sans importance pratique, mais sa possibilité démontrée pourrait avoir un effet considérable sur la confiance dans le billet.

Au cours de cette période, la liberté complète de circulation serait rendue aux capitaux.

Une fois établie la stabilité de fait, le passage à la stabilisation légale sera relativement aisé. Des lois fixeront la nouvelle unité monétaire, régleront les avances de la Banque à l'Etat sur la base d'une encaisse revalorisée, transformeront en obligation légale la charge assumée par la Banque de maintenir un taux fixe de change.

Le choix du poids et du titre de la nouvelle unité monétaire or sera déterminé par le cours effectif de stabilisation combiné avec les commodités commerciales.

La réévaluation de l'encaisse diminuera le poste des avances de tout le montant ajouté au chiffre de l'encaisse. Le surplus sera représenté dans la circulation par des billets, constituant le « résidu d'inflation » et gagés uniquement par une créance sur l'Etat.

Le Comité écarte la séparation de ces billets des autres billets : s'ils sont échangeables entre eux, ils formeront une circulation unique; si leur valeur réciproque est variable, le « change intérieur » ainsi créé aggraverait la situation.

L'Etat devra les rembourser graduellement, pour les remplacer par des billets gagés commercialement, jusqu'à une

limite lui assurant une avance permanente, plus élevée que l'avance actuelle, et adaptée à la dépréciation du franc.

Section V. — Le plan des experts et M. Caillaux.

Le plan des experts fut publié le 3 juillet. Le lendemain, M. Caillaux, ministre des finances, déclarait dans un grand discours qu'il le prendrait pour base de sa politique. Il avait déjà remplacé le gouverneur et les sous-gouverneurs de la Banque de France, pour montrer sa volonté d'écarter la conception déterministe de l'Institut d'émission en matière de change.

Toutefois, le ministre des finances réduisait d'environ 3 milliards la masse d'impôts demandée par les experts. Il laissait à la charge de la trésorerie les dépenses lui incombant normalement que les experts avaient rattachées au budget et il diminuait les remboursements annuels à la Banque et les crédits des opérations de stabilisation. Il redoutait les répercussions sur la trésorerie de l'accroissement des charges fiscales et du taux de stabilisation, qu'il espérait peut-être élever légèrement.

Il n'ouvrait pas de crédits à la trésorerie pour le service des bons à court terme, mais constituait une « Société civile des obligations de l'Etat », avec laquelle un autre aménagement pourrait être discuté.

M. Caillaux estimait les lenteurs et la publicité du mécanisme parlementaire inconciliables avec la rapidité des mesures à prendre. Le vote d'une loi après des débats interminables ne pouvait pas provoquer le mouvement de confiance dont il proclamait la nécessité. D'autre part, il ne voulait pas se lier par des textes rigides dans une entreprise aussi complexe. Il demandait au Parlement de l'autoriser « à

prendre, par décrets en Conseil des ministres, toutes les mesures propres à réaliser le redressement financier et la stabilisation de la monnaie », sous réserve de la ratification législative pour les décrets comportant des dispositions fiscales.

M. Caillaux avait reçu des Etats-Unis confirmation que le gouvernement américain ne consentirait aucune ouverture de crédit avant la ratification des accords sur les dettes. Il avait signé un accord avec l'Angleterre. Mais le Parlement ne paraissant pas disposé à ratifier l'accord Mellon-Béranger, le ministre des finances, tout en déclarant l'approbation des accords indispensable, se refusait à admettre la plus légère atteinte à la souveraineté du pays. Il cherchait des concours en Angleterre et en Hollande.

Après une intervention de son président, M. Herriot, la Chambre, dans sa séance du 17 juillet, repoussa les projets du ministre des finances. Le gouvernement tombait sur la question des pleins pouvoirs, mais la Chambre avait en même temps condamné la ratification des dettes et le recours aux crédits extérieurs. Le gouvernement du lendemain devait renoncer à cette politique; le fondement du plan des experts s'écroulait.

CHAPITRE V

LE PLAN DE M. POINCARÉ

Section I. — Principes généraux.

Le rejet du programme technique et logique des experts, accepté avec certaines retouches par M. Caillaux, exerça des répercussions inquiétantes sur les changes, le crédit et l'épargne. La livre monta à 240 francs. Les remboursements dépassaient les souscriptions de bons et les dépôts dans les Caisses d'épargne. Le Trésor n'avait qu'une marge disponible d'un million et il lui fallait assurer les échéances de fin de mois et deux remboursements de 3,5 et 2 millions de livres dans le courant du mois d'août.

Après un cabinet Herriot, renversé le jour même de sa Déclaration, M. Poincaré est appelé à former le ministère. Il constitue un gouvernement d'union nationale, avec les chefs de tous les partis, pour assurer à ses projets une majorité durable et affirmer le caractère vital du redressement financier.

Le prestige de son nom et de son autorité redresse la confiance. La livre tombe à 213 francs, le jour où M. Poincaré est chargé de faire le ministère (22 juillet), à 208 le lendemain, à 190 fr. le 26.

C'est l'utilisation de la confiance qui fait l'originalité de l'expérience de M. Poincaré.

Les lois des 3, 7 et 10 août lui ont donné les moyens techniques : ce sont, dans l'ensemble, ceux que suggérait

le Comité des experts et que proposait M. Caillaux. Mais ces textes ne sont pas tout, comme dans le projet Caillaux. Les moyens psychologiques sont l'amorce et le soutien de l'œuvre de stabilisation de M. Poincaré.

L'importance qu'il attache à ces facteurs l'autorise à envisager un redressement du franc sans le concours de crédits extérieurs. C'est une grande hardiesse. Les experts avaient fait de l'obtention de crédits étrangers immédiats et considérables le point de départ de la stabilisation. M. Caillaux ne voyait pas de solution intermédiaire entre ce plan et le prélèvement socialiste sur le capital. M. Poincaré est convaincu que la confiance dans la monnaie n'a pas à ce point disparu qu'elle ne puisse renaître d'elle-même et que, sans masse de manœuvre fournie par l'extérieur, on peut renverser la balance des comptes, en agissant sur les mobiles psychologiques qui déterminent les mouvements de capitaux. Cette confiance, c'est tout un stock de devises, supérieur à celui de toutes les banques réunies : ce sont les centaines de millions de livres, les milliards de francs-or possédés par les Français à l'étranger.

La conviction de M. Poincaré pouvait s'asseoir sur une constatation : le manque de confiance dans la monnaie, nous l'avons vu, était de date récente en France. L'excès de l'inflation, des échéances imprudemment accumulées, des déclarations maladroites sur les difficultés des échéances, avaient troublé la sécurité des porteurs de bons. Le désordre des débats parlementaires, l'annonce de proposition de prélèvement sur le capital, de consolidation forcée, avaient déchaîné la crise de confiance. Mais cette crise, malgré sa violence, n'était pas assez ancienne pour ne pouvoir être conjurée. Les experts et M. Caillaux comp-
taient, eux aussi, sur un retour de la confiance; mais ils

l'attendaient de l'exécution de leur programme et croyaient les crédits extérieurs indispensables pour l'amorcer. M. Poincaré estime que ce redressement de la confiance est le point de départ et peut s'opérer dans la nation sans collaborations étrangères.

Pour faire face aux besoins immédiats de fin de mois, le ministre des finances liquide le fonds Morgan et demande aux banques 930 millions d'avances. Il adresse aux contribuables un appel, les invitant à verser des acomptes avant même la réception des rôles; du 26 au 31 juillet, les versements anticipés atteignent 290 millions dans le département de la Seine.

Du 28 au 30 juillet, la livre remonte à 205-203. Les projets du gouvernement semblent imprécis et la Commission des finances est peu enthousiaste. Cependant, la Chambre vote le projet fiscal en une seule journée.

L'adoption des lois du 7 et du 10 août lève les incertitudes nées de la Déclaration ministérielle : on est bien en présence d'un programme complet de réforme monétaire et financière. Le vote rapide de ces lois fait une impression favorable au rétablissement de la confiance et contraste heureusement avec les lenteurs et le désordre des débats financiers de 1925.

Le président du Conseil ne néglige aucune occasion de produire un effet moral sur l'opinion, susceptible de se répercuter favorablement sur le mouvement des capitaux. Il atténue les taux excessifs de certains impôts, il écarte les moyens de contrôle vexatoires. L'effort demandé aux contribuables en vue de l'amortissement, la constitutionnalisation de certains textes ont pour but de ramener la confiance chez les capitalistes. L'incertitude prolongée où M. Poincaré laisse le public sur son but, la revalorisation

ou la stabilisation de fait ou légale, réserve le maintien de la croyance à la hausse, favorable à l'afflux des capitaux.

M. Poincaré se refuse même, nous le verrons, à envisager comme les experts l'hypothèse du remboursement des bons et à ménager des ressources pour y satisfaire. Il spéculé, peut-on dire, sur le retour de la confiance.

Pour enrayer la hausse de la livre, M. Poincaré recourt à l'élévation du taux de l'escompte; le 31 juillet, il augmente également le taux d'intérêt des bons.

La hausse du taux de l'escompte était avant la guerre le procédé classique pour retenir et attirer les capitaux, pour resserrer la circulation fiduciaire et faire baisser les prix. Les Banques d'émission y avaient renoncé pendant la guerre et maintenaient des taux d'escompte assez faibles. Les mouvements de capitaux se réglaient moins d'après le taux de l'intérêt que sur la valeur actuelle et future des monnaies. L'inflation rendait vaine toute action sur la circulation et les restrictions de crédit pouvaient être tournées par la présentation des bons de la Défense au remboursement ou à l'escompte.

En élevant simultanément le taux de l'escompte et le taux d'intérêt des bons, M. Poincaré prévenait ce danger. La restriction du crédit oblige les commerçants à rapatrier une partie de leurs capitaux, surtout s'ils ont emprunté pour se faire des disponibilités à l'étranger. La hausse de l'escompte pouvait donc déterminer un renversement du mouvement des capitaux. La livre descend à 184 francs le 2 août, à 162 francs le 7 août.

Le programme technique de la stabilisation est contenu dans quatre lois des 3, 7 et 10 août 1926. Ces lois précisent dans une forme rigide la méthode à suivre. Le système plus souple des pleins pouvoirs conférés au gouvernement

se serait mieux adapté à la conception de M. Poincaré, qui laissait une large place à l'expérience : mais la Chambre avait renversé le ministère Briand-Caillaux, qui avait demandé les pleins pouvoirs.

Section II. — L'équilibre budgétaire.

La loi du 3 août 1926 consacre la plupart des conclusions présentées par le rapport des experts sur l'équilibre du budget. Elle cherche à réaliser un « superéquilibre » et consacre les mêmes augmentations de tarifs, portant surtout sur les impôts indirects.

Le gouvernement Poincaré, renonçant aux crédits extérieurs, attache une importance fondamentale aux mesures susceptibles d'agir sur le mouvement des capitaux : c'est le pivot de tout son programme. L'exposé des motifs souligne l'importance des évasions de capitaux dans la chute du franc. C'est cela, dit-il, qu'il faut arrêter, d'autant plus que les capitaux étrangers ne font que suivre les mouvements des capitaux nationaux. Or ceux-ci fuient en grande partie pour des raisons fiscales. De là l'importance des réductions de tarifs exagérés, de la suppression des contrôles vexatoires.

M. Poincaré consacre à l'amortissement des sommes importantes : 3.500 millions par an, dès 1927. Il modifie les évaluations de dépenses pour tenir compte de la hausse des changes. Aussi demande-t-il 11 milliards de ressources nouvelles. Les experts se contentaient de 8; M. Caillaux de 5.

M. Poincaré comprend dans les dépenses budgétaires les intérêts des avances de la Banque de France affectés à l'amortissement, mais, à la différence des experts, il n'englobe pas dans le budget la réduction directe des avances :

il se réserve ainsi d'en fixer le chiffre et de le couvrir par des moyens de trésorerie.

La loi du 3 août 1926 distingue deux catégories de recettes : les recettes sans affectation et les recettes destinées à l'amortissement de la dette publique. Les impôts affectés à la dotation de l'amortissement sont : la totalité des droits de succession, dont le tarif est augmenté, et une taxe nouvelle, la taxe supplémentaire et exceptionnelle sur la première mutation.

Les ressources nouvelles consistent principalement en impôts indirects, comme l'avaient recommandé les experts. M. Poincaré reconnaît qu'ils manquent de justice, mais leurs avantages techniques le décident à passer outre, dans les circonstances actuelles. Leur rendement suit mieux les fluctuations des prix, les dépenses variables, pensaient les experts, doivent être couvertes par des recettes variables. L'impôt cédulaire retombe d'ailleurs, comme l'impôt indirect, sur les consommateurs et est également un facteur de vie chère. L'impôt agit seulement sur le niveau des prix quand son taux trop élevé ralentit l'activité économique.

La loi du 3 août 1926, article 12, assujettit les affaires d'exportation à la taxe sur le chiffre d'affaires au taux de 12 p. 100 ou de 1,30 p. 100. Elle réserve au gouvernement la faculté de suspendre l'application de la taxe de 1,30 p. 100. La taxe à l'exportation avait été repoussée par les experts, elle fut modifiée dès le 12 août, puis suspendue par un décret du 6 janvier 1927.

La loi du 3 août 1926 institue (article 18) une taxe sur la première mutation des immeubles et des fonds de commerce. Elle s'ajoute aux droits de succession comme dotation d'amortissement. Cette affectation est logique : ce sont deux

impôts sur le capital qu'on destine au remboursement d'un capital.

Cette taxe a été critiquée. Certains y ont vu l'amorce d'un prélèvement sur le capital. Elle a causé des mécomptes : le produit a été très inférieur aux prévisions, peut-être en raison du poids trop lourd des impôts supportés par les mutations, peut-être aussi par suite du ralentissement des transactions consécutif à la stabilisation.

La loi permettait au propriétaire de se libérer par anticipation, dans l'année de la promulgation, du paiement éventuel et abaissait dans ce cas le taux de 7 à 5 p. 100.

Un accroissement de 11 milliards des charges fiscales pouvait avoir des répercussions dangereuses sur la Trésorerie. Les contribuables en difficulté pour acquitter ce supplément ne vont-ils pas retirer leurs fonds en dépôt, ou demander le remboursement de leurs bons ? C'est par crainte de cette éventualité que M. Caillaux avait réduit le montant des charges fiscales supplémentaires.

En fait, ces conséquences ne se sont pas produites : dès le mois d'août 1926, les excédents de remboursements des bons font place à des excédents de souscriptions. D'autres facteurs ont augmenté les disponibilités, ramené les capitaux vers les Bons de la Défense, et empêché l'action déprimante de l'accroissement des impôts sur la dette flottante.

M. Poincaré n'a pas fixé la charge fiscale maxima ne touchant pas à la vie économique, le poids supportable du service de la dette d'amortissement : il s'arrêterait dans la revalorisation au moment où apparaîtraient les symptômes d'une crise.

En fait, l'effort qu'il a demandé aux contribuables, plus considérable que dans le projet des experts et le projet

Caillaux, a été aggravé, en raison du taux de stabilisation de 124, auquel il a arrêté le franc : les experts prévoyaient un taux de 160 à 175 fr. Pour 1927, le service et l'amortissement de la dette absorbent 28.662 millions sur un budget total de 46.896 millions et un revenu national évalué à 150 milliards, soit 61 p. 100 du budget total et 19 p. 100 du revenu national.

Section III. — L'équilibre de la trésorerie.

La première loi du 7 août et la loi constitutionnelle du 10 août 1926 donnent les moyens de réaliser l'équilibre de la trésorerie. Ici encore, le plan de M. Poincaré emprunte beaucoup au rapport des experts. Il distingue l'équilibre de la trésorerie et l'équilibre des « legs du passé ».

L'équilibre des « legs du passé », c'est-à-dire des bons de la Défense nationale, est confié à une « Caisse de gestion des bons de la Défense nationale et d'amortissement de la dette publique ». Cette Caisse est autonome, la loi du 10 août 1926 donne à son indépendance une garantie constitutionnelle en proclamant son autonomie et en lui affectant les produits du monopole des tabacs, dont elle lui confère la gestion. La Caisse a ainsi des ressources propres, un crédit propre. Elle n'est pas une annexe de la Trésorerie, comme le Crédit national.

Cette autonomie fortifiée a un but d'ordre psychologique : elle doit mettre en confiance les porteurs de bons et en faciliter le renouvellement. Le renoncement à tout procédé de conversion, à tout plafond unique; la limitation à 49 milliards de la circulation des bons, avec tolérance de 6 p. 100 et réduction chaque année du montant des bons amortis, dispositions empruntées au rapport des experts, répondent au même objet.

La Caisse de gestion est chargée du service des bons, intérêt et renouvellement. Les lois d'août 1926 lui attribuent un rôle d'amortissement plus développé que dans le programme des experts.

Le rapport des experts s'était préoccupé de l'éventualité du remboursement des bons et il prévoyait en vue d'y faire face, des mesures qualifiées par M. Piétri d'inflation de secours. M. Poincaré se refuse à envisager cette hypothèse pour la période immédiatement consécutive et il n'inscrit au budget de la Caisse aucune recette en vue d'assurer les remboursements. Les seules mesures qu'on pourrait envisager (consolidation forcée, inflation de secours) seraient trop dangereuses. Il faut tout faire pour favoriser les renouvellements.

Dans une seconde période, on parera au remboursement par des moyens devenus possibles : ressources d'impôts, emprunts, consolidations facultatives, tout en apportant les réserves qui rendront les remboursements sans danger et les modifications qui les supprimeront graduellement.

L'attribution de recettes propres à la Caisse renforce son autonomie. Dans le plan des experts, la Caisse de gestion recevait une annuité budgétaire. Le produit du monopole des tabacs servait de garantie à cette annuité, mais il continuait à figurer au budget. D'après la loi du 7 août 1926, les recettes affectées à la Caisse autonome ne figurent plus au budget général, le monopole des tabacs passe à la Caisse, dépenses et recettes brutes. C'est une dérogation au principe de l'unité budgétaire, mais la Caisse jouit ainsi d'un crédit propre. Elle peut recevoir des dons et legs, des contributions volontaire et des gains de loteries.

La loi d'août 1926 lui donne même, non seulement les bénéfices du monopole des tabacs, mais la gestion du mono-

pole, à la fois technique et financière. Deux comités assurent, l'un la gestion des bons, l'autre l'exploitation du monopole.

La Caisse de gestion est administrée par un Conseil d'administration, composé d'un président et de deux comités comprenant chacun dix membres, un comité financier et un comité technique. Le comité technique est assisté d'un conseil consultatif des tabacs.

Le taux d'intérêt des bons est fixé par décret sur avis du Conseil d'administration; le prix des tabacs, par décret, pris sur la proposition du Conseil.

L'affectation à la Caisse autonome de recettes spéciales laisse aux Chambres le pouvoir de modifier les tarifs, de les réduire ou de supprimer ces impôts. Pour éviter la diminution des ressources de la Caisse, la loi prévoit une garantie légale et une garantie constitutionnelle.

Le service de la dette gérée par la Caisse (bons de la Défense nationale, anciens bons du Trésor, titres émis par la Caisse) est, en principe, assuré par le produit net du monopole des tabacs, à peu près équivalent aux intérêts des bons. En cas d'insuffisance, l'article 6, alinéa 2, attribuée à la Caisse « une annuité budgétaire d'un montant correspondant à cette insuffisance ». L'annuité a joué dès 1927, le budget de cet exercice prévoit un crédit de 325 millions à cet effet.

La dotation de l'amortissement comprend trois recettes propres : les droits de mutation, la taxe successorale, la taxe à la première mutation. Les Chambres pourraient avoir la tentation de réduire les tarifs : les dépenses d'amortissement n'ont pas le caractère contractuel et obligatoire des intérêts de la dette. Le produit des droits pourrait ainsi subir des moins-values.

Pour prévenir ce danger, la loi du 10 août 1926 a donné à la dotation une garantie constitutionnelle. Aux termes de son dernier alinéa : « Le produit des ressources ci-dessus énumérées (recettes nettes des tabacs, taxe sur la première mutation, produit des droits de succession et contributions volontaires) au cours du premier exercice qui suivra la promulgation de la présente loi constitue la dotation annuelle minimum de la Caisse d'amortissement. En cas de diminution ultérieure de ces ressources, un crédit au moins égal à cette insuffisance sera inscrit au budget. »

Cette disposition a soulevé une difficulté d'interprétation. En 1926, M. Landry avait proposé d'exonérer de la taxe à la première mutation les acquisitions d'immeubles faites par les emprunteurs des Sociétés de crédit immobilier. M. Poincaré, tout en reconnaissant le droit de la Chambre, protesta qu'il serait fâcheux de diminuer les ressources de la Caisse qui venait d'être établie et déclarée autonome et que le Parlement serait forcé d'augmenter sa dotation. L'amendement fut voté. M. Chéron prétendit qu'il était inconstitutionnel. En seconde lecture, M. Loucheur fit observer que la loi, fixant le minimum au produit de la première année, ne pouvait jouer que pour les exercices postérieurs. M. Poincaré accepta le vote de l'amendement, la Chambre ayant pris l'engagement d'honneur de combler le déficit éventuel.

La loi garantit ici l'ensemble de la dotation, mais le service de la dette étant à peu près incompressible, c'est le minimum de l'annuité d'amortissement que fixe cette disposition de la loi. Elle l'arrête au produit des taxes pendant la première année. Comme c'est une année de dépression économique exceptionnelle, le produit des années ultérieures dépassera vraisemblablement ce minimum, à moins

de réductions de tarifs. Le montant de l'amortissement est donc laissé au jeu des conditions économiques, comme le maximum des charges fiscales. Comme l'annuité totale est fixe et que la charge des intérêts diminue par l'amortissement l'annuité d'amortissement va en augmentant.

La politique d'amortissement aide elle-même au renouvellement des bons : elle produit une impression favorable et une dette flottante moins considérable se renouvelle plus facilement.

L'article 6 accorde à la Caisse la faculté de « se faire consentir des avances et émettre des titres gagés, le cas échéant, sur les recettes des tabacs. Le taux de l'intérêt et la nature des titres... seront l'objet d'un décret rendu sur la proposition du ministre des finances après avis du Conseil d'administration. »

Ce texte s'inspire d'une suggestion du rapport des experts qui permettait à la Caisse d'utiliser le monopole des tabacs pour gager des avances temporaires qu'elle serait autorisée à se faire consentir. Mais les experts envisageaient les avances temporaires comme un moyen de satisfaire les demandes de remboursement éventuel de bons en cas d'insuffisance de la dotation de la Caisse. Dans le plan Poincaré, la Caisse n'a pas de dotation initiale. Les avances, auxquelles il ajoute des émissions de titres, sont destinées à lui fournir des ressources liquides, sans affectation spéciale à des excédents de remboursements. L'émission de titres, gagés au besoin sur les recettes des tabacs, est le procédé normal; le recours aux avances des banques n'est que subsidiaire. Les membres des commissions, y voyant un souvenir des inflations de secours qu'ils avaient repoussées, obtinrent de M. Poincaré l'engagement que les avances ne pourraient consister en émissions de billets par la Banque de France.

L'article 13 donne au ministre le droit de procéder sans autorisation législative, ni ratification ultérieure, à des « opérations facultatives pour le porteur de conversion de la dette intérieure du Trésor et du Crédit national ». La commission des finances a admis, à l'occasion de l'emprunt de conversion de la dette flottante de juin 1927, les souscriptions en numéraire à condition qu'il ne résulte des conditions de l'emprunt aucun accroissement des charges de l'Etat.

Dans le projet Poincaré, l'amortissement devait porter exclusivement sur la partie de la dette dont la Caisse prenait la gestion : bons de la Défense nationale et bons ordinaires du Trésor. La Commission des finances de la Chambre a élargi la portée de l'amortissement. La Caisse pourra recevoir en paiement des impôts qui lui sont affectés non seulement des espèces et des bons de la Défense, mais des titres de rentes ou des valeurs du Trésor. L'article 7 spécifie que les titres de rente et valeurs du Trésor remis en paiement seront annulés.

Cette faculté de paiement en rentes ou en valeurs du Trésor peut avoir l'inconvénient de ne laisser à la Caisse que des sommes liquides insuffisantes. La loi de finances du 19 décembre 1926 l'a autorisée à limiter les sommes qu'elle reçoit sous cette forme. Une décision ministérielle du 22 décembre 1926 a fixé la proportion à 10 p. 100.

L'amortissement joue dans le plan Poincaré un rôle bien plus important que dans le projet des experts. Il y affecte une dotation de 3.500 millions, alors que les experts limitaient les ressources d'amortissement à 500 millions. Cette politique a une haute signification psychologique.

Section IV. — La politique monétaire.

La seconde loi du 7 août 1926 est consacrée au problème monétaire. Elle s'inspire des recommandations du Comité des experts, mais avec une différence essentielle. Les experts recouraient à des crédits extérieurs pour régulariser le cours des changes. Pour M. Poincaré, qui n'y fait pas appel, l'achat des devises est le seul moyen de constituer la masse de manœuvre nécessaire à la stabilisation. L'autorisation d'émettre des billets est le moyen d'utiliser une hausse de la monnaie pour constituer cette masse de manœuvre.

La loi du 7 août 1926 autorise le ministre des finances à passer avec la Banque de France, pendant un délai de trois mois, sans autorisation ni ratification législative, toute convention « permettant à cet établissement de préparer par le redressement du franc la stabilisation de la monnaie ».

L'émission des billets en contre-partie des devises constituait-elle une inflation ?

M. Caillaux avait répondu à cette objection de M. Blum à cet article de son projet que ces billets étaient gagés par de l'or, des devises (1). La hausse des prix ne sera pas la conséquence immédiate de ces émissions, mais de l'adoption d'un taux de stabilisation inférieur à celui qui résulterait de la dépréciation intérieure de la monnaie. On ne peut soutenir qu'une politique de stabilisation au cours des changes soit une politique d'inflation.

Cette crainte de l'inflation a cependant déterminé l'adoption de deux amendements. M. Margaine a fait ainsi compléter l'article 4 : « Aucune de ces conventions ne devant pouvoir d'ailleurs avoir pour effet d'élever soit la limite

1. Chambre des députés, séance du 7 juillet 1926.

d'émission de la Banque, soit le total des avances à l'Etat, au-dessus des chiffres fixés par les lois antérieures. » Cet amendement interdisait de couvrir la Banque des pertes résultant pour elle de la revalorisation par la reconnaissance d'une dette égale de l'Etat envers elle. Il semblait même empêcher tout recours de la Caisse d'amortissement à la Banque de France, soit sous forme d'émission de billets, soit sous forme d'avances à l'Etat.

L'article 3 de la loi du 7 août spécifie que « les billets émis par la Banque pour un montant correspondant aux monnaies, à l'or et aux devises achetés ne sont pas comptés dans le contingent d'émission. » Un amendement Lautier fit ajouter que les billets devront être retirés de la circulation dans le cas d'aliénation des monnaies ou des devises étrangères précédemment acquises. » Cette obligation, d'après les déclarations faites en séance de la Chambre, s'applique aussi en cas de diminution des billets. Mais le retrait, dans cette hypothèse, ne peut se faire que par une restriction du crédit, dangereuse en période de revalorisation de la monnaie.

Les changements de valeur des devises achetées, remarquait le rapporteur de la Commission du Sénat, ne sont pas sans dangers. M. Poincaré répondit à cette observation en précisant l'esprit de l'opération: « Les achats de devises ne seront opérés par la Banque de France que lorsqu'une première approximation aura pu être déterminée du cours probable de stabilisation... D'ailleurs, elle revendra quand les cours auront dépassé le taux envisagé pour la stabilisation. Ce mouvement de va-et-vient est précisément l'objet même de l'intervention de la Banque. Dans ces conditions s'établira une moyenne des cours d'achat qui ne s'écartera sans doute pas beaucoup du taux de stabilisation et qui, normalement, devrait lui être inférieure. »

CHAPITRE VI

LA STABILISATION DE FAIT.

La stabilisation légale a été précédée d'une période de préstabilisation, puis d'une stabilisation de fait. Conformément au plan adopté, elle a été préparée par la hausse du franc et la politique des devises, par l'équilibre du budget et de la Trésorerie.

Section I. — La politique monétaire.

L'œuvre de stabilisation a commencé sans masse de manœuvre obtenue à l'aide de crédits extérieurs. Son point de départ est le mouvement de hausse du franc, déclenché sous l'influence des facteurs psychologiques : prestige du président Poincaré; annonce et vote rapide de ses projets, et par l'élévation du taux de l'escompte.

Une légère hausse des changes porte la livre sterling de 162 francs au 7 août, à 178 fr. 35 le 17. Elle s'explique par la précipitation des importateurs à se couvrir en devises, et surtout par les besoins de change du Trésor.

En août et septembre, le Trésor se procure les devises nécessaires au règlement des intérêts de la dette extérieure et de lourdes échéances à la Banque d'Angleterre, soit 60 millions de dollars; il rembourse 930 millions de francs avancés par les banques. Le 18 octobre, il a reconstitué

les 89 millions de dollars du fonds Morgan. Il a trouvé des ressources pour ces opérations dans l'augmentation des souscriptions de bons de la Défense nationale et du Trésor et dans les recouvrements des dépôts au Trésor. Un circuit s'établit. Les spéculateurs étrangers achètent des francs. Le Trésor fait la contre-partie et reçoit en échange des devises. Les spéculateurs laissent les francs en dépôt dans une banque française, qui les dépose à son tour en compte courant au Trésor ou souscrit des bons de la Défense à trois mois. Les francs vendus par le Trésor lui reviennent et, en les vendant de nouveau, il se procure d'autres devises.

La stabilité relative d'août et septembre fait place en octobre 1926 à un mouvement de hausse du franc : la livre passe de 167 fr. 45, le 18 octobre, à 159 fr. 70 le 21. L'action du Trésor est appuyée par la spéculation à la hausse du franc, par la baisse des valeurs étrangères consécutive à la dépréciation des changes, par les rapatriements déterminés par la restriction du crédit et par la balance créditrice du commerce extérieur.

La hausse du franc se poursuit à une allure très rapide. De 167 fr. 45 au 18 octobre, la livre tombe avec quelques journées de reprise, à 119 francs le 22 décembre. Le Trésor avait perdu la maîtrise du marché en face d'un mouvement de spéculation. Il ne pouvait offrir assez de francs en contre-partie des devises présentées sans cesse. La Caisse d'amortissement était entrée en fonctions le 1^{er} octobre et avait pris la gestion des bons de la Défense nationale et des bons ordinaires du Trésor. Le Trésor se trouvait désormais privé des ressources des émissions de bons, qui lui procuraient sa principale ressource en francs.

Pour lutter contre la hausse excessive du franc, qui suscitait les plaintes des industriels et semait la panique à la

Bourse, la Banque de France aurait pu user de la faculté que lui conférait la loi du 7 août 1926 et émettre des billets pour acheter des devises. Le « circuit » mettait le Trésor en grand danger, si les spéculateurs redemandaient leurs devises, employées à payer la dette extérieure, ou leurs francs revenus dans ses caisses par les banques. Certes, il se procurait des devises par des emprunts des chemins de fer de l'Etat en Suisse et en Hollande, mais il était imprudent de sa part d'attirer les dépôts par l'ouverture de comptes courants avec préavis d'un mois et intérêts de 4 p. 100.

L'émission de billets pour acheter des devises aurait été un procédé moins dangereux. L'Institut d'émission ne se refusait pas à le faire, comme on l'a prétendu, par crainte des pertes sur les devise qu'entraînerait pour elle la continuation de la hausse : l'émission de billets l'aurait maîtrisée et la convention du 16 septembre couvrirait sans doute la Banque de ses pertes.

C'est le gouvernement qui hésitait à donner à la Banque la liberté d'émission. Il s'était engagé à ne la laisser acheter des devises que lorsqu'une première approximation aurait pu être déterminée du cours probable de stabilisation : la décision signifiait donc qu'il arrêta le taux de la stabilisation, c'est-à-dire le point névralgique qui commande l'équilibre du budget et de la Trésorerie, le niveau des prix et de l'activité commerciale.

Le 22 décembre, la décision est prise : la Banque assume la conduite de l'opération. Elle annonce qu'elle vend et achète la livre à 122 fr. 25. L'afflux des devises n'est plus à redouter : la Banque est en mesure de les absorber par des émissions de francs illimitées. Un nouveau circuit s'établit et ramène à la Banque les billets émis (ou les inscriptions de crédit au compte de ses vendeurs). La Banque achète les

devises offertes en excédent; elle crédite les vendeurs en francs; les vendeurs souscrivent des bons de la Défense ou du Trésor, ou déposent ces francs dans des banques, qui souscrivent des bons. La Caisse autonome d'amortissement dépose à son tour les disponibilités fournies par ces souscriptions à son compte courant à la Banque de France. Ou bien les vendeurs de devises déposent leurs francs en compte courant au Trésor, ou dans des banques qui les déposent au Trésor : le Trésor se sert des francs qui lui sont ainsi fournis pour rembourser la Banque de France.

Le circuit s'opère d'abord par les bons du Trésor émis à partir du 1^{er} janvier 1927; mais la limite d'émission est atteinte dès le 3 février et les souscriptions sont suspendues. Le circuit utilise aussi les bons de la Défense; mais la suspension graduelle des émissions des bons à un mois, trois mois et six mois ne laisse plus subsister que des bons à un an et à deux ans, qui ne peuvent servir de placement aux disponibilités qui doivent rester liquides. Il ne reste que le circuit par dépôts à la Caisse centrale du Trésor. La suppression des comptes à préavis d'un mois réduit le montant de ces dépôts,

L'afflux des devises continue malgré l'absorption par la Banque de France, par suite de rapatriements de capitaux ou de spéculation. La Banque laisse alors le cours de la livre monter jusqu'à 124,03, en essayant de créer en contrepartie une spéculation à la baisse du franc. Les apports de devises augmentent cependant, jusqu'à 2 milliards par semaine, en mai. Pour les arrêter, la Banque transforme en or les livres placées par elle sur le marché de Londres, utilisées par les banques pour servir de base à des crédits.

L'importance des moyens de change dont disposait la Banque lui avait permis, en avril 1927, de rembourser par

anticipation des crédits consentis par la Banque d'Angleterre de 18.350.615 livres et de rentrer en possession du contingent d'or immobilisé pendant la guerre à la Banque d'Angleterre, en garantie de ces crédits.

A partir du 16 mai, elle fixe le cours d'achat des devises, mais n'indique pas le cours de vente, pour décourager la spéculation étrangère à la hausse du franc.

Au mois de juin, un emprunt de consolidation est émis pour absorber le numéraire et les bons de la Défense et réduire l'excès de disponibilités liquides : c'est un emprunt de « déflation financière ». Il consolide les crédits à court terme en même temps que l'unification des bons de la Défense en bons à deux ans. La pléthore des capitaux continue cependant.

Pour dégager le compte de dépôts au Trésor, l'intérêt est réduit de 2 à 1,50 p. 100; les rentes 3 % perpétuelles et 5 % 1920 sont admises au marché à terme. La loi de 1918 sur l'exportation des capitaux est atténuée dans son application. Une circulaire du 23 juillet 1927 autorise la Banque de France à vendre au comptant aux établissements de crédit contre des francs une partie de son stock de devises, à condition de les racheter immédiatement à terme. Elle peut ainsi satisfaire les demandes de restitution des devises accumulées en puisant dans ses réserves données en report, sans que la diminution apparaisse à son bilan. Elle dispose ainsi d'une masse de manœuvre dont les variations échappent à l'attention de la spéculation internationale.

A partir du mois d'août, l'afflux des devises s'arrête. La situation s'assainit : les dépôts au Trésor, les divers, les comptes particuliers et les avances à l'Etat diminuent.

Profitant des disponibilités importantes que lui assurait l'accroissement de ses dépôts à vue et la rentrée régulière

des impôts, le Trésor a remboursé, en 1927, 10.900 millions sur le compte d'avances à la Banque. Le solde débiteur est descendu de 35.450, au 31 décembre 1926, à 24.550 millions au 31 décembre 1927. Une émission d'obligations et un prélèvement sur le compte d'amortissement, un versement en fin d'année, ont consolidé ces remboursements jusqu'à concurrence de 5 milliards et demi. En fin d'année, l'Etat avait une marge disponible de 7 milliards et demi, qui attestait l'aisance de sa trésorerie.

A partir de la fin de l'année 1927, les offres de devises ont afflué sur le marché français avec un rythme et une ampleur dépassant toutes les prévisions, conséquence non seulement du rapatriement des capitaux français, mais d'un vigoureux élan spéculatif étranger.

Pour tenter d'opposer à ces offres un courant de demandes sur le marché français et de ralentir les achats de la Banque de France, le gouvernement suspendit, par décret du 10 janvier 1928, l'application des lois prohibant l'exportation des capitaux. L'incertitude sur le futur niveau des changes empêcha certains détenteurs de disponibilités en francs d'user de cette faculté. Quant aux possesseurs de devises, ils interprétèrent le retour à la liberté des capitaux comme un des plus sûrs symptômes du redressement financier de la France et multiplièrent leurs achats de francs.

La Banque a pratiqué un remède plus efficace, l'échange contre de l'or d'une fraction de ses contingents de devises déposés à l'étranger. Du 24 décembre 1927 au 25 juin 1928, elle a acheté sur le marché américain et fait transporter en France un contingent d'or de 168 millions de dollars. Ces achats d'or étaient limités. Ils pouvaient ralentir, mais non briser la spéculation.

Les marchés étrangers, attentifs aux discussions moné-

taires en France, escomptant tour à tour la stabilisation ou la revalorisation du franc, entretenaient sur le marché de Paris des offres massives de devises.

Sous l'influence des achats de change auxquels la Banque devait procéder pour maintenir la stabilité du franc, son portefeuille de devises étrangères s'accrut, en y comprenant les devises temporairement prêtées en report, d'une valeur en francs de plus de 2 milliards en février, d'environ 1.700 millions en mars, de 2 milliards et demi en avril, de 5 milliards en mai. Dans la seconde quinzaine de mai, le montant journalier des achats de la Banque s'éleva jusqu'à près de 400 millions de francs.

Les francs dont ces acquisitions de devises provoquaient la création étaient de plus en plus difficilement résorbés.

En 1927, la majeure partie des billets émis et des crédits consentis en contre-partie des achats d'or et de devises, avait pu faire retour à la Banque, grâce aux opérations de report sur devises, à la diminution des portefeuilles d'escompte et d'avances sur titres, et aux versements des caisses publiques. Pendant les premiers mois de 1928, ce mouvement régulateur ne put revêtir une ampleur suffisante pour compenser l'accroissement des émissions.

Pour faciliter les rentrées de francs, la Banque développa considérablement ses opérations de report sur devises. De 2 milliards et demi à la fin de 1927, elles passèrent à 15 milliards, au début de juin. Mais la liquidation de ces opérations se traduisait par une émission de francs.

L'extrême abondance des capitaux disponibles a permis à la Banque de ramener le 19 janvier, de 4 p. 100 à 3 1/2 p. 100 le taux de l'escompte.

La Caisse autonome d'amortissement dut réduire le chiffre de ses émissions de bons, pour ne pas dépasser le maxi-

mum légal. Elle remboursait, en outre, les bons d'un an. Elle remit en circulation des francs, au lieu d'en absorber.

La Caisse centrale du Trésor profita de l'extrême aisance du marché pour abaisser à 1 p. 100 le taux d'intérêt de ses comptes courants : elle n'attirait plus les disponibilités pour les diriger vers la Banque.

En mai, le Trésor émit un emprunt de 10 milliards et demi pour amortir sa dette envers la Banque et consolider une nouvelle fraction de la dette à court terme. Cette émission ne pouvait pas opérer une compression sensible et durable sur une circulation de francs que les achats de devises alimentaient sans cesse, à mesure que le règlement des souscriptions parvenait à la résorber.

Le succès de l'émission détermina de nombreux porteurs français ou étrangers de devises à les arbitrer contre des francs pour souscrire aux nouvelles rentes. De là une vive recrudescence des offres de devises et des demandes de francs. Les disponibilités flottantes que les souscriptions faisaient refluer vers la Banque étaient aussitôt remplacées dans la circulation par les émissions sans cesse accrues de billets et de crédits en francs.

Le montant des billets en circulation était passé de 56.300 millions à plus de 60 milliards, et celui des comptes courants créditeurs ouverts aux particuliers, de 4.232 millions à 5 milliards et demi.

Les achats de devises ont influencé le volume des engagements à vue de la Banque et de la circulation des billets, les rentrées de francs n'ayant pas suffi à compenser intégralement les émissions pour achats de devises. Les comptes courants créditeurs se sont accrus, en 1927, de 1.130 millions. La circulation des billets a augmenté à partir de sep-

tembre. En fin d'année, elle s'élevait à 56.300 millions, soit 3.852 millions de plus qu'au 31 décembre 1926.

En résumé, la politique de M. Poincaré a remplacé un emprunt extérieur par un emprunt intérieur. Les devises nécessaires ont été acquises d'abord sous forme de crédits à vue ou à très court terme, progressivement consolidé. Une masse de manœuvre en devises a été constituée par l'emprunt intérieur.

Section II. — La politique de la Trésorerie.

Entrée en fonctions le 1^{er} octobre 1926, la Caisse autonome d'amortissement prenait en charge 1.313 millions de bons du Trésor à moins d'un an et 46.855,8 millions de bons de la Défense nationale, dont :

34.496	millions de bons à 1 an
4.337	— — — 6 mois
3.454	— — — 3 mois
4.869	— — — 1 mois

Elle se préoccupa avant tout d'atténuer les risques des échéances mensuelles, dont l'importance variait entre 7 et 8 milliards.

Elle n'avait pas de dotation initiale et ne disposait que d'une provision de 203 millions, montant de contributions volontaire et acompte versé par le Trésor. Elle résolut de se constituer un fonds de roulement, en utilisant la marge entre la circulation des bons et le maximum fixé, avec tolérance de 6 p. 100, à 51.940 millions. Elle émit un emprunt de 2 milliards amortissable en 40 ans, à souscrire exclusivement en bons de la Défense nationale. Grâce aux excé-

dents d'émission des bons sur les remboursements, la Caisse disposait, au début de décembre 1927, d'un fonds de roulement de 2.893 millions.

Dès lors, elle entreprit l'aménagement des échéances, leur échelonnement sur une plus longue durée et la suppression des bons courts. Elle prit, à cet effet, les décisions suivantes :

10 décembre 1926 : limitation aux renouvellements de la souscription des bons à 1 mois.

16 décembre : suspension complète de l'émission des bons à 1 mois.

22 décembre : limitation aux renouvellements de la souscription des bons à 3 mois.

1^{er} janvier 1927 : émission de nouveaux bons à 2 ans d'échéance.

13 janvier 1927 : suspension complète de l'émission des bons à 3 mois.

29 janvier 1927 : suspension de l'émission des bons à 6 mois.

2 juin 1927 : suspension de l'émission des bons à 1 an.

Par suite de ces mesures, les derniers bons à 1 mois viennent à échéance le 10 mars 1927; ceux à 3 mois, le 13 avril; ceux à 6 mois, le 29 juillet; le 2 juin 1928, les derniers bons à 1 an disparaissent.

Deux conventions passées avec le Trésor, le 1^{er} avril et le 13 juin 1927, autorisent la transformation des bons en rente 6 p. 100 amortissable et on obligations du Trésor 6 p. 100 amortissables. 7.454,9 millions de bons sont convertis en rentes. La Caisse autonome verse au Trésor les sommes nécessaires pour le service de l'intérêt et de l'amortissement.

1.391,7 millions de bons sont apportés à l'émission des

obligations 6 p. 100. Les bons à 2 ans sont transformés en obligations, dont la Caisse assure l'intérêt et l'amortissement. Elle escompte au Trésor les bons à 6 mois et à 1 an apportés en souscription.

Le montant des bons du Trésor à moins d'un an tombe, de 1.312 millions, au 1^{er} octobre 1926, à 20 millions au 31 décembre 1927. A la première date, on compte 46,8 milliards de bons de la Défense, dont 34.196 millions à 1 an et les autres à moins d'un an. Au 31 décembre 1927, 43,4 milliards, dont 25 à 2 ans, 18,2 à 1 an. Les bons à moins d'un an passent de 12,6 milliards à 43 millions.

Les échéances mensuelles tombent, de 7 à 8 milliards, à 3 1/4 à la fin de 1927; elles sont nulles du 3 juin au 31 décembre 1928. Il n'y a plus que des bons à 2 ans, dont les échéances augmentent peu à peu, mais se maintiennent entre 1 et 3 milliards par mois.

Le risque des remboursements massifs est supprimé et la Caisse possède 7,2 milliards de disponibilités, au 31 décembre 1927.

L'importance de ces disponibilités avait été rendue nécessaire par sa décision, prise en juin 1927, de suspendre l'émission des bons à 1 an, dont le volume atteignait 36 milliards.

Pour compenser la charge supplémentaire résultant de la consolidation des titres à très court terme en titres amortissables en 40 ou 50 ans, le Comité financier de la Caisse d'amortissement s'est attaché à abaisser le taux d'intérêt des bons.

Variations des taux d'intérêts.

	Bons à 1 mois	à 3 mois	à 6 mois	à un an	à 2 ans
1 ^{er} octobre 1926 ..	3,60	5	5,50	6	
1 ^{er} décembre	3	5	5,50	6	
16 décembre		4	4,50	5,50	
1 ^{er} janvier 1927 ..		4	4,50	5,50	6
3 février				5,50	6
11 avril				5	6
6 mai				4	5
23 juin					4,50
25 avril 1928					4

La charge annuelle moyenne des intérêts, de 2.700 millions à l'origine s'était abaissée à la fin de 1927 à 1.954 millions.

Le Conseil d'administration a dû veiller à ce que la circulation des bons ne dépassât pas le maximum légal. Il importait, d'autre part, de ne pas provoquer un amortissement trop accentué des bons, qui aurait fait refluer de nouveaux capitaux sur un marché déjà chargé.

Pour éviter un excédent de circulation, le comité financier, au début de 1927, a autorisé l'escompte, ou remboursement anticipé, de près de 2 milliards de bons; le 12 décembre 1927, il a fixé un contingent maximum mensuel de souscription des bons à 2 ans et réalisé de nouveaux escomptes pour un peu plus de 2 milliards.

En 1927, la Caisse autonome a enfin procédé à des opérations d'amortissement :

1° Annulation de rentes, valeurs du Trésor ou du Crédit de 88,5 millions.

2° Charge d'amortissement des emprunts de consolidation des bons : capital nominal 173,8 millions.

3° Rachat et annulation d'obligations de la Caisse autonome, 488,4 millions en capital.

Au 31 décembre 1927, la Caisse disposait de plus de 7 milliards en compte courant.

A la fin du 1^{er} semestre 1928, la Caisse autonome avait éliminé tous les bons à 1 an et au-dessous. La menace des remboursements massifs était écartée. Elle pouvait songer à arrêter son programme d'amortissement. Elle avait suggéré de porter ses efforts, suivant les circonstances favorables, sur telle ou telle partie de la dette publique, d'autant plus que la réduction du volume des bons et l'allongement de leur durée atténuaient le danger des échéances.

La loi du 30 décembre 1928, article 96, a étendu les attributions de la Caisse autonome, en l'autorisant à concourir par voie d'achats en Bourse à l'amortissement des rentes françaises, des bons et obligations du Trésor et du Crédit national. Les titres rachetés doivent être immédiatement et définitivement annulés.

Du 1^{er} janvier au 31 mai 1929, la Caisse avait déjà racheté et amorti en capital nominal 1 milliard 620 millions de rentes, représentant une économie d'arrérages supérieure à 85 millions. Elle contribue par ces opérations à alléger la charge du budget, à préparer, par la hausse des fonds d'Etat, les conversions et à faire baisser le taux du loyer de l'argent.

La Caisse autonome a été appelée en 1928, à intervenir dans l'exécution des mesures relatives à la stabilisation monétaire. Elle a pris en charge les bons du Trésor détenus par la Banque de France, comme nous le verrons plus loin.

Dans ses attributions rentre aussi la transformation en rente viagère des titres de rente 3 p. 100 perpétuelle, à la demande des porteurs d'avant-guerre non inscrits au rôle

de l'impôt général sur le revenu (loi du 30 décembre 1928, article 96).

En 1928, la Caisse autonome a escompté au Trésor 2.849,9 millions de bons sur 5.321 présentés à la souscription à l'emprunt 5 p. 100 de 1928. Elle assurait ainsi au Trésor un capital liquide pour rembourser une partie des avances de la Banque et elle réduisait d'autant le volume des bons. La Caisse devait verser au Trésor les sommes nécessaires à l'intérêt et à l'amortissement des bons transformés en rentes. Au 31 décembre 1928, il reste, en circulation, 35.665 millions de bons à 2 ans au lieu de 43.484 au 31 décembre 1927, dont 18,3 milliards d'un an et au-dessous.

En février 1929, la Caisse a converti ses obligations 6 p. 100 en 4 1/2 p. 100 : 5.357 millions de bons apportés en souscription ont été transformés en obligations. Le taux d'intérêt des emprunts de consolidation a été en diminuant.

Ces emprunts n'ont été émis que pour des chiffres limités, de manière à faire bénéficier chaque nouvelle opération de la baisse du loyer de l'argent. La Caisse a arrêté parfois les émissions avant le terme fixé; elle a limité les consolidations en escomptant au Trésor une partie des bons apportés en souscription.

Les échéances mensuelles moyennes tombent, de 7 milliards en 1926, à 3 1/4 à la fin de 1927, 1.360 millions en 1929 et 1.160 en 1920.

Le taux d'intérêt des bons à 2 ans a été graduellement abaissé :

1 ^{er} janvier 1927	6 %
11 avril	5 %
22 juin	4 1/2 %
24 avril 1928	4 %

La charge annuelle moyenne des intérêts s'abaisse de

1.950 millions à la fin de 1927, à 1.426, fin 1928, à 1.200 en 1929.

La charge annuelle, y compris les intérêts et primes de remboursement des titres de consolidation tombe de 2.700 millions, à la fin de 1927, à 2.444, fin 1927, à 2.230 fin 1928.

Le maximum de circulation a été progressivement abaissé, par déduction du montant des bons amortis. Il était, en janvier 1929, de 35.487 millions, au lieu de 51.940 en octobre 1926. Le montant effectif, de 46.856 au début de la gestion de la Caisse, n'est plus que de 35.665 en décembre 1928.

Les opérations d'amortissements sont développées en 1928 : la Caisse disposait d'environ 4 milliards de recettes affectées à ce but. Elle a procédé aux amortissements suivants :

1° Annulation de rentes et valeurs du Trésor et du Crédit national remises au titre de contributions volontaires et de taxes : capital nominal, 1.116.884 francs.

2° Amortissement des emprunts de consolidation. Capital nominal : 93.459.504 francs.

3° Remboursement du solde des bons du Trésor : 20 millions.

4° Rachat d'obligations 6 p. 100 1926. Capital nominal : 93.840.500 francs.

5° Amortissement de 88.210.900 francs de bons pris en charge en 1928.

6° Diminution de la dette en bons par excédents de remboursements : 5.326 millions.

La Caisse autonome a ainsi résorbé le supplément d'émission auquel elle avait dû procéder en 1927. Au 31 décembre 1928, elle dispose cependant d'un compte courant de 6 milliards.

L'excédent total des remboursements et des amortissements par rapport aux émissions a été de 5.534 millions.

CHAPITRE VII

LA STABILISATION LEGALE.

La loi du 25 juin 1928 a clos la période de stabilisation de fait, ouverte par l'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire le 23 décembre 1926. Elle a réalisé une réforme monétaire qui consacre le taux de dépréciation du franc maintenu au cours de cette période préalable.

L'incertitude qui persistait sur le statut futur de la monnaie française avait fait d'elle l'enjeu d'une spéculation mondiale que la Banque de France ne pouvait maîtriser qu'à grand'peine : elle était aux prises sur le marché national des capitaux avec une offre pléthorique de devises, que l'Institut d'émission n'absorbait qu'au prix d'émissions de francs à jet continu.

Les pouvoirs publics avaient le devoir de mettre fin à cette situation incertaine et dangereuse. Deux solutions s'offraient à eux : ou bien céder à la pression de la spéculation à la hausse et lui laisser réaliser une revalorisation de plus en plus accentuée du franc, ou bien arrêter la spéculation et fixer légalement la valeur du franc aux environs du cours où elle avait été maintenue depuis dix-huit mois.

La politique suivie depuis décembre 1926, qui entravait avec difficulté la hausse du franc, manifestait la volonté du gouvernement de ne pas revaloriser la monnaie nationale. Les polémiques passionnées entre revalorisateurs et

stabilisateurs s'étaient apaisées. Les socialistes ne s'opposaient pas au principe de la stabilisation; le groupe Marin abandonnait la chimère de la revalorisation et soutiendrait le gouvernement ou, tout au plus, s'abstiendrait.

Dans son grand discours du 11 juin 1928 à la Chambre, M. Poincaré mettait en relief les inconvénients d'une revalorisation même partielle. « Elle s'effectuerait d'elle-même. Il suffirait d'ouvrir les digues et de laisser le torrent passer. Mais où s'arrêterait-il et comment l'endiguer ? » Le pays vivrait dans un état d'instabilité économique et financière prolongé. La hausse du franc entraînerait une crise profonde. La balance commerciale deviendrait déficitaire, obstacle à l'assainissement financier. La production industrielle et agricole subirait un ralentissement, cause de chômage, de réduction des salaires ou de grèves.

Le poids des impôts augmenterait dans la mesure où ils comportent des droits spécifiques, ainsi que le prélèvement opéré sur les ressources du pays pour le service de la dette. Les recettes qui varient avec les prix intérieurs subiraient une diminution, impossible à compenser par des réductions de dépenses, dont certaines sont incompressibles, d'autres (traitements) difficiles à diminuer.

Une revalorisation de 20 p. 100 entraînerait sur les devises accumulées par la Banque de France une perte de 10 milliards, qui pèserait entièrement sur la Trésorerie. La Banque de France refusant de nouvelles avances, le Trésor serait obligé de recourir à l'emprunt. Il subirait aussi une perte de 800 millions sur ses encaisses à l'étranger.

« Autre conséquence de la revalorisation : notre circulation fiduciaire ne serait plus entièrement gagée, et le succès de la réforme monétaire serait lui-même menacé. »

Aux projets socialistes de prélèvement sur le capital,

M. Poincaré opposait les résultats obtenus depuis juillet 1926 par le gouvernement d'union nationale « sans recourir à l'obligation ni à la force. Nous avons donné une option aux porteurs. Ils ont eu confiance et ils ont adhéré à la consolidation. » La dette flottante a été réduite de 18.361 millions, la dette à court terme de 23.303 millions, soit de 65 p. 100, la dette flottante extérieure, qui s'élevait à 3.425.000 livres le 31 juillet 1926, a entièrement disparu. Après le règlement complet de l'emprunt 5 p. 100, le volume de la dette flottante sera ramené à 63.846 millions, soit 32 p. 100 de réduction. La réévaluation de l'encaisse de la Banque de France fera disparaître totalement les avances à l'Etat; la dette flottante aura diminué de 46 milliards, soit d'environ 50 p. 100.

L'ensemble de la loi monétaire fut voté à la Chambre par 448 voix contre 18 et 133 abstentions, au nombre desquels une centaine de socialistes unifiés, partisans de la stabilisation; au Sénat, par 225 voix contre 3 et 50 abstentions.

La loi du 25 juin 1928 abandonne le système bimétalliste, consacré par la loi de germinal an XI, et adopte le monométallisme or. Le franc stabilisé est défini par un poids d'or déterminé. L'argent n'est plus qu'une monnaie d'appoint de caractère fiduciaire, dont la valeur intrinsèque est très inférieure à son montant nominal, comme les monnaies de bronze, d'aluminium ou de billon.

C'est moins une révolution monétaire que le résultat d'une longue évolution : les conventions d'Union Latine avaient fait du système de l'an XI un bimétallisme boiteux, et la plupart des Etats s'étaient déjà convertis au monométallisme or.

La thèse de la revalorisation étant définitivement écartée, la loi du 25 juin 1928 n'a pas défini le franc par rapport à

une monnaie étrangère, le dollar, par exemple, comme l'avaient fait presque tous les pays stabilisateurs. Dans son exposé des motifs, le gouvernement s'est félicité d'avoir ainsi affirmé l'indépendance financière de la France. Il semblait peu digne de donner comme point d'appui à la monnaie nationale des monnaies étrangères, sujettes elles-mêmes au risque d'une dépréciation. On peut objecter que le retour à une monnaie saine devait restituer à la France le rôle de grand marché monétaire européen qu'elle tenait avant la guerre. Les monnaies étrangères s'expriment désormais en fonction du franc à l'aide de coefficients compliqués, comportant de nombreuses décimales. Ce peut être une gêne pour l'expansion économique et financière.

Le coefficient 5 par rapport au franc d'avant-guerre, le plus simple à saisir, a aussi été écarté. Il représentait, au cours de 126 fr. 10, une nouvelle dépréciation de 1,60 p. 100 au détriment des créanciers à revenus fixes et il aurait pu servir de prétexte à une hausse des prix. Pour y ramener le franc, il aurait fallu laisser s'exercer la spéculation.

Le cours de fait de 124 fr. 02 n'a pas non plus été retenu. Il correspondait à un poids d'or jugé trop faible et marquait, non pas le niveau normal du change, mais le cours maximum imposé par la Banque aux spéculateurs à la hausse du franc.

La loi de 1928, article 2, définit le franc par un poids d'or de 65,5 milligrammes au titre de 900/1000 de fin. Cela donne une parité de 124,21 pour une livre sterling et de 4,92 par rapport au franc d'avant-guerre, qui représentait 322,5 milligrammes d'or et valait 4 fr. 925 du franc de 1928.

L'article premier abroge l'article 3 de la loi du 5 août 1914 qui établissait le cours forcé des billets. Aux termes de l'article 3, « la Banque de France est tenue d'assurer

au porteur et à vue, la convertibilité en or de ses billets. Elle a la faculté d'assurer cette convertibilité, soit en remboursant ses billets en monnaie d'or ayant cours légal, soit en les échangeant contre de l'or à raison de 65,5 milligrammes d'or au titre de 900 millièmes de fin par franc. »

Le principe de la convertibilité une fois admis, l'article 3 autorise la Banque de France à en restreindre l'application. Il lui donne la faculté de n'effectuer ces remboursements et ces échanges qu'à son siège central et pour des quantités maxima qui seront fixées d'accord avec le ministre des finances et à son choix, de rembourser les billets en monnaie d'or ayant cours légal, ou en lingots d'or à raison de 65,5 milligrammes d'or au titre de 900 millièmes par franc.

Un accord entre le ministre des finances et la Banque de France a fixé à 215.000 francs le minimum des billets à présenter pour obtenir l'échange contre de l'or, c'est-à-dire des lingots d'environ 12 kilos.

En fait, les demandes de remboursement en or émanant du public pour les règlements intérieurs ou la thésaurisation sont écartées. La convertibilité est, au moins pendant un certain temps, réservée aux banques qui auront à effectuer des règlements d'or à l'étranger. C'est le système du Gold Bullion Standard : les pièces de monnaie d'or ne circulent pas dans le pays; la conversion des billets en lingots d'or est réservée au paiement des dettes à l'étranger.

Ce régime est présenté comme un système transitoire, mais sans doute l'inconvertibilité en vue des règlements intérieurs et l'absence de circulation or dans le paiement se prolongeront-elles longtemps. Cette inconvertibilité de fait ne présente pas un grave inconvénient. Les billets de banque circulent à l'intérieur avec pouvoir libératoire illimité. Sous un régime normal, ils sont acceptés par tout le monde dans

les paiements. Les règlements sans monnaie occupent d'ailleurs une place croissante dans les règlements à l'intérieur.

La loi de 1928 maintient aussi provisoirement la suppression de la frappe libre de l'or pour le compte des particuliers. L'article 6 décide qu'un décret pris en Conseil des ministres fixera la date à partir de laquelle la frappe libre sera reprise. Ce décret déterminera les conditions dans lesquelles l'or pourra être admis au monnayage et fixera les frais de la frappe.

Jusqu'à la publication de ce décret, la fabrication des monnaies d'or ne pourra être opérée que pour le compte de la Banque de France.

Des pièces d'or de 100 francs seront frappées au titre de 900 millièmes de fin; elles auront cours libératoire illimité (art. 5).

La Banque de France est tenue d'acheter de l'or aux guichets de son siège central et des succursales de son choix, sur la base de un franc par 65,5 milligrammes d'or au titre de 900 millièmes et sans retenir d'intérêt. Elle aura la faculté de retenir au vendeur les frais de monnayage au tarif de la Monnaie de Paris. Les frais d'essai seront à la charge du vendeur (art. 3).

Les billets de la Banque de France de 5, 10 et 20 francs seront retirés de la circulation avant le 31 décembre 1932 et ils cesseront, à cette date, d'avoir cours légal. Le délai a été prorogé au 31 décembre 1933 par la loi de douzième provisoire du 28 février 1933.

Les monnaies d'argent, simplement fiduciaires, auraient pu sans objection théorique être éliminées d'un système de monométallisme or.

Les billets avaient l'avantage d'un maniement plus facile et d'un coût moins élevé. La substitution aux coupures de

pièces d'argent, monnaie de tous les jours et de tout le monde, accusera jusque dans les plus modestes foyers la dévaluation légale et le souvenir de leur ancien pouvoir d'achat déterminera peut-être une hausse des prix.

Le pouvoir d'achat des billets de 5 francs et de 10 francs est entré dans les mœurs. Ils ont, en outre, le mérite d'être plus légers et d'un coût moins élevé que les pièces d'argent.

Ces billets seront remplacés par des monnaies d'argent d'une valeur nominale de 10 et de 20 francs, au titre de 680 millièmes, pour un montant qui, au total, ne pourra pas dépasser trois milliards de francs. Le poids des monnaies d'argent sera de 10 grammes par pièce de 10 francs, de 20 grammes par pièce de 20 francs, avec tolérance de 5 millièmes tant sur le poids que sur le titre (art. 7).

Les jetons des Chambres de commerce de 0 fr. 50, 1 fr. et 2 francs seront, au fur et à mesure de leur retrait de la circulation, remplacés, type pour type, par des monnaies émises par l'Etat.

Dans les paiements entre particuliers, les monnaies d'argent ne seront acceptées obligatoirement que jusqu'à concurrence d'un maximum de 250 fr.; les monnaies en bronze d'aluminium, jusqu'à 50 fr.; les monnaies en nickel et en bronze, jusqu'à 10 francs.

A partir de la promulgation de la loi, les monnaies d'or et d'argent frappées antérieurement cesseront d'avoir cours légal entre particuliers et d'être reçues dans les caisses publiques. Les pièces d'or seront rachetées par la Banque au pair de l'or; les pièces d'argent ne peuvent être cédées qu'au fondeur, pour leur valeur marchande.

La loi du 25 juin 1928 ne prévoit pas de coupures de 5 francs. Le législateur a craint que leur existence n'élève au coefficient 5 les prix qui ne l'ont pas encore atteint.

Les billets de banque n'ont pas cours légal à l'étranger. Pour les règlements extérieurs, le principe de la convertibilité s'applique. C'est le système du Gold Bullion Standard. La Banque de France délivrera contre billets des lingots ou des devises à quiconque voudra faire des paiements à l'étranger. Le taux du change se maintiendra de ce fait, automatiquement et sans intervention, entre les limites des points d'or d'entrée et de sortie.

Le fonctionnement de ce régime implique l'abrogation des prohibitions d'exporter les capitaux. Tous les capitaux peuvent désormais rentrer et sortir librement. Un décret du 5 juillet 1928 a, d'autre part, rapporté les prohibitions relatives à l'exportation des métaux précieux.

En vue de diminuer l'écart entre les gold points, la Banque a décidé, le 10 juillet 1928, de ne retenir aux vendeurs que la moitié des frais de vente de l'or : ils sont de 20 fr. par kilo au lieu de 40 fr. Le point de sortie pour la livre est de 124,54; le point d'entrée, de 123,93.

La loi du 25 juin 1928 a renoncé au système du maximum d'émission des billets, inauguré en 1870 et particulier à la France. Il n'assurait aucun gage métallique aux billets, à défaut d'une proportion minima légale entre l'encaisse et la circulation. Le développement de l'activité économique et l'augmentation des besoins monétaires entraînaient le relèvement du maximum d'émission. Il ne donnait surtout à la Banque d'émission aucun moyen de résister aux demandes d'avances de l'Etat.

La loi de 1928 a substitué au système du plafond de l'émission le système, appliqué par la plupart des Etats, avec des modalités diverses, du rapport légal de l'encaisse à la circulation. Aux termes de l'article 4, la Banque de France est tenue de conserver une encaisse en lingots et

monnaies d'or égale au minimum à 35 p. 100 du montant cumulé des billets au porteur en circulation et des comptes courants créditeurs.

C'est donc l'ensemble des engagements à vue, billets et comptes courants créditeurs, qui détermine le minimum de l'encaisse. Les comptes créditeurs sont un élément des engagements bancaires qui a pris depuis la guerre une importance considérable.

L'encaisse à considérer est l'encaisse or seule, sous un régime monométalliste-or. L'encaisse argent, composée de pièces désormais démonétisées, ne peut plus garantir la circulation fiduciaire. La Banque s'engage à la céder à l'Etat, à la valeur du métal au jour de la promulgation de la loi monétaire. Certaines législations gagent la circulation sur l'or et les devises : l'appréciation de la monnaie nationale ou le solde créditeur de la balance des comptes entraînent la baisse des devises. Le législateur de 1928 n'a pas voulu retenir comme gage de la circulation un élément susceptible d'une dépréciation considérable. La spéculation à la hausse du franc venait de faire perdre à la Banque des milliards sur les devises qu'elle avait accumulées sur le marché.

Une convention passée le 23 juin entre le ministre des finances et la Banque de France et approuvée par la loi du 25 juin 1928, a liquidé les comptes de l'Etat à la Banque ouverts à l'occasion de la guerre. Elle prend des mesures pour séparer le crédit de la Banque de celui de l'Etat et pour faciliter l'action de la Banque sur le marché monétaire.

La convention prescrit la réévaluation par la Banque à la nouvelle parité monétaire, de son encaisse métallique, des devises achetées par elle au Trésor public, de ses disponibilités en or, argent et devises provenant des acquisitions

effectuées par la Banque en conformité de la loi du 7 août 1926 (article 1^{er}).

L'article 2 concerne l'évaluation par la Banque des devises prêtées par elle en report sur le marché.

La plus-value nette résultant de ces réévaluations et évaluations, ainsi que le solde disponible du compte de réserve et d'amortissement, seront affectés à l'amortissement intégral du solde des avances temporaires consenties par la Banque à l'Etat et du solde débiteur du compte provisionnel.

Les bons du Trésor détenus par la Banque en exécution de la Convention du 3 février 1927 seront pris en charge par la Caisse autonome d'amortissement. Pour leur amortissement, l'article 6 lui alloue :

1° Une annuité budgétaire égale à 1 p. 100 du montant des bons non amortis.

2° Les bénéfices résultant de la frappe des monnaies divisionnaires d'argent, sous réserve de la constitution du fonds créé pour l'entretien de la circulation monétaire.

3° 50 p. 100 du produit servant de base au calcul de la redevance et excédant 450 millions de francs.

4° Le produit du remboursement éventuel de la créance sur la Russie.

Par suite de l'affectation à l'amortissement de la plus-value résultant des réévaluations et évaluations, l'Etat est dégagé de ses dettes envers la Banque de France : « Le compte des avances temporaires, le compte des bons du Trésor français escomptés pour avances de l'Etat à des gouvernements étrangers, le compte de réserve et d'amortissement et le compte annexe d'intérêts seront définitivement clos » (art. 8).

Cette disposition marque la ferme volonté de renoncer au système des avances à l'Etat. Il ne peut plus se rendre débi-

teur sur les livres de la Banque et doit pourvoir à ses besoins avec les disponibilités du solde créditeur de son compte courant.

Le crédit de la Banque est désormais séparé du crédit de l'Etat. Toutefois la Banque de France accordera à l'Etat un prêt sans intérêt de 3 milliards de francs, qui s'ajoute aux 200 millions d'avances permanentes d'avant-guerre, pour assurer à sa trésorerie l'aisance indispensable et lui permettre d'éteindre, en exécution de la loi monétaire, ses dettes à vue les plus dangereuses.

Une convention signée le 23 juin entre la Caisse autonome d'amortissement et la Banque de France, conformément à une convention de même date intervenue entre le ministre des finances et la Caisse autonome, met à la charge de la Caisse autonome l'amortissement des bons du Trésor détenus par la Banque de France en garantie d'un prêt fait pour le compte de l'Etat à la Banque impériale de Russie. En échange, la Banque recevra des bons de Caisse sans intérêt, à 3 mois d'échéance au maximum, émis en coupures de 100.000 francs au minimum.

La Caisse autonome percevra et affectera à l'amortissement de ces bons de caisse :

1° Une annuité budgétaire de 1 p. 100 du montant des bons non amortis.

2° Les bénéfices résultant de la frappe des monnaies divisionnaires d'argent, sous réserve de la constitution du fonds d'entretien de la circulation monétaire.

3° 50 p. 100 du produit servant de base au calcul de la redevance de la Banque de France à l'Etat et excédant 650 millions.

4° Le produit du recouvrement éventuel de la créance sur l'Etat russe et d'une créance résultant de la convention

du 2 février 1915 entre la Banque de France et la Banque d'Etat de Russie.

La Banque de France aura la faculté de négocier sur le marché, pour agir sur le volume du crédit et garder le contrôle de sa circulation. Elle pourra racheter avant leur échéance les bons négociés. Par la vente ou le rachat de ces bons de caisse, la Banque pourra pomper les disponibilités monétaires ou les accroître à son gré.

D'autre part, l'article 9 de la convention passée avec le ministre des finances donne à la Banque le droit de procéder à l'achat d'effets et valeurs à courte échéance pour le compte des banques d'émission étrangères. L'intérêt de ces placements sera porté au crédit de leur compte courant. A la demande de ces banques, elle pourra réescompter ces effets et valeurs, pour lesquels elle est autorisée à donner sa garantie de bonne fin.

Ces opérations permettront à la Banque d'exercer un contrôle des disponibilités étrangères en développant son portefeuille d'effets sur l'étranger et de favoriser ainsi l'expansion économique française.

La stabilisation légale et la convertibilité du franc en or ont arrêté l'afflux massif des devises. Le cours du change, soustrait à la spéculation, a oscillé entre les gold points pendant tout le second semestre de 1928. La Banque a poursuivi le renforcement de son encaisse métallique par des échanges de devises contre de l'or sur les marchés extérieurs et surtout par des achats de monnaies d'or au public pour 2.200 millions. A la fin de 1928, l'encaisse atteignait près de 32 milliards. La proportion de l'encaisse aux engagements était de 38,97 p. 100.

Pendant le premier semestre de 1929, les disponibilités flottantes, attirées par les taux exceptionnellement avanta-

geux en vigueur sur la plupart des places étrangères, ont recherché les placements extérieurs et le niveau des changes a été assez élevé. La Banque en a supporté aisément les effets, grâce à ses approvisionnements en devises. A partir de juillet, le change est resté constamment favorable à la France. Dans les derniers mois de l'année, la crise du marché américain et le fléchissement du loyer de l'argent à court terme sur la plupart des places européennes ont ramené vers Paris d'abondantes disponibilités. Le franc a dépassé, à diverses reprises, le point de sortie de l'or. L'encaisse de la Banque, accrue de 4,8 milliards, pendant le premier semestre, par des conversions de devises en or, a augmenté, au cours du second semestre, de plus de 3 milliards, sans échanges de devises, par le jeu des échanges contre francs, obligatoires en vertu de la loi monétaire.

Ces achats, joints au développement des escomptes, ont porté la circulation des billets pendant l'exercice de 62,2 milliards à 67,8. L'encaisse or, en fin d'exercice, atteignait 41.600 millions et couvrait 47,37 p. 100 des engagements à vue.

Dans les premiers mois de l'année 1930, l'aisance monétaire extrême sur la place de Paris a renversé la tendance favorable des changes. La Banque de France a conservé ses devises et laissé sortir l'or. A partir de mai, le mouvement s'est renversé. Les entrées d'or ont atteint près de 5 milliards pendant le troisième trimestre, près de 4,5 dans le dernier. Au cours de l'exercice 1930, l'encaisse a augmenté de près de 12 milliards; à la clôture, elle dépassait 53 milliards et demi, c'est-à-dire 53 p. 100 du total des engagements à vue, malgré l'augmentation de 8.386 millions de la circulation fiduciaire.

L'attraction que la France a exercée en 1930 sur les ca-

pitaux flottants s'explique par la crise mondiale. Elle a réduit, avec les besoins de crédit, le taux des placements, et suscité des rapatriements d'avoirs français. Les capitaux étrangers ont voulu aussi profiter de la sécurité du franc. La Banque de France a cependant réduit le taux de l'es-compte à 3 p. 100 le 30 janvier, 2 1/2 p. 100 le 1^{er} mai. Elle n'a donc en rien entravé les sorties ni encouragé les entrées de métal précieux.

Cet afflux de l'or a continué en 1931 et 1932. Au cours de l'exercice 1932, l'encaisse de la Banque de France a garanti près de 80 p. 100 des engagements à vue.

Vu, le Doyen,
H. BERTHELEMY.

Vu, le Président de la thèse
H. TRUCHY.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLETY

BIBLIOGRAPHIE

- Aftalion.** — *L'or et sa distribution mondiale* (1932).
- Bonnet** (G. E.). — *Les expériences monétaires contemporaines* (1926).
- Coste** (P.). — *Les grands marchés financiers* (1932).
- Decamps.** — *Les changes étrangers*, 2^e édit. (1922).
- Frayssinet** (P.). — *La politique monétaire de la France, 1914-1928* (1928).
- Giraud** (Emile). — *La Restauration des finances de la France* (1926).
- Keynes** (J.-M.). — *Réflexions sur le franc* (1928).
— *La réforme monétaire* (1924).
- Lachapelle.** — *La monnaie de papier et le change* (1924).
- Lescure.** — *Des crises générales et périodiques de surproduction*, 4^e édition (1932).
- Lucius** (P.). — *Faillite du capitalisme?* (1932)
- Martin** (G.). — *Les finances de guerre de la France.*
- Mondès-France.** — *L'œuvre financière du gouvernement Poincaré* (1928).
- Pandele.** — *La répartition de l'or dans le monde après l'assainissement des monnaies européennes* (1928).
- Patenôtre.** — *La crise et le drame monétaire* (1932).
- Perquel.** — *Les conséquences de la stabilisation* (1928).
- Petit** (L.). — *Histoire des finances extérieures de la France pendant la guerre* (1914-1919).
- Philippe.** — *Le drame financier de 1924 à 1928* (1932).

Pommery. — *Changes et monnaies* (1926).

Pose. — *De la théorie monétaire à la théorie économique* (1930).

Potut. — *Finances de la paix.*

Ramon. — *Histoire de la Banque de France* (1929).

Rist. — *La déflation en pratique* (1924).

Conférences organisées à l'Ecole libre des Sciences politiques :

Les problèmes actuels du crédit (1930).

Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits (1932).

Périodiques.

Banque.

Bulletin de la statistique générale de la France.

Bulletin quotidien de la Société d'études et d'informations économiques.

Bulletin de la Société des banques suisses.

L'Economiste européen.

Le journal des économistes .

L'Information financière.

Le Pour et le Contre.

Revue d'Economie politique.

Revue internationale d'économie politique.

La Halle aux Cuirs.

Le Miroir du Monde, 31 octobre 1931 « L'or du monde ».

Brochures.

Bayart (P.). — *Semaine sociale de France* (1932).

Billiet (Ch.). — *La bataille du franc.*

Buisson (A.). — *Les crises économiques.*

Confédération générale de la production française, « Les conditions du salut financier ».

Documents officiels.

Exposés des motifs; rapports des Commissions; discussion devant les Chambres : Lois d'août 1926 et du 25 juin 1928.

Poincaré (R.). — Discours prononcé à la Chambre des députés les 3 et 4 février 1928.

Poincaré (R.). — *La réforme monétaire*, discours prononcé à la Chambre des députés le 21 juin 1928.

Loi du 25 juin 1928.

Conventions annexes.

Lois et statuts qui régissent la Banque de France (1926).

Rapports du gouverneur de la Banque de France aux assemblées générales.

Rapport du Comité des experts (1926).

Rapports annuels de la Caisse autonome d'amortissement.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction	1
Chapitre premier. — La monnaie en France à la veille de la guerre de 1914	7
<i>Section première. — La monnaie métallique.....</i>	<i>7</i>
<i>Section deuxième. — Les billets de banque.....</i>	<i>10</i>
Chapitre II. — La monnaie pendant la guerre.....	17
<i>Section première. — La monnaie métallique.....</i>	<i>17</i>
<i>Section deuxième. — Les billets de banque.....</i>	<i>20</i>
§ 1. La dépréciation des billets à l'intérieur.....	23
a) Les avances de la Banque à l'Etat et la circulation des billets	24
b) Les bons de la Défense Nationale.....	31
c) Les dépôts de fonds particuliers au Trésor.....	36
d) Les emprunts perpétuels	38
e) Les déficits des finances publiques pendant la guerre.....	41
f) La dépréciation intérieure de la monnaie	43
§ 2. La monnaie française à l'extérieur Le mouvement des changes	48
a) Le déficit du commerce extérieur.....	48
b) Eléments actifs de la balance des comptes.....	51
c) Les envois d'or à l'étranger.....	52
d) Le portefeuille de valeurs étrangères.....	54
e) Les emprunts à l'étranger.....	55
f) Le contrôle du change.....	56
g) Les mouvements du change.....	57
h) Les changes et les prix intérieurs.....	60
Chapitre III. — La Monnaie en France de 1919 à 1926.....	67
I. Causes générales d'aggravation de la situation financière.....	67
II. Les dépenses totales et le déficit.....	70
III. Le budget des dépenses recouvrables	72
IV. Les recettes fiscales.....	74
V. La dette intérieure	75
1. La dette à court terme	76

2. La dette flottante	83
a) Les avances de la Banque de France.....	83
b) Les bons de la Défense Nationale.....	83
c) Les comptes courants du Trésor.....	95
VI. Le change de 1919 à 1926	97
a) La balance du commerce	97
b) Les crédits extérieurs	99
c) Les achats spéculatifs de francs.....	101
d) Les mouvements du change jusqu'en 1923	103
e) La crise des changes au début de 1924.....	106
f) La crise des changes en 1925-1926.....	111
g) Les prix intérieurs de 1919 à 1926.....	114
Chapitre IV. — Le rapport des Experts	119
I. La balance des comptes.....	122
II. L'équilibre budgétaire.....	123
III. L'équilibre de la trésorerie.....	128
IV. La stabilisation du franc.....	132
V. Le plan des experts et M. Caillaux.....	137
Chapitre V. — Le plan de M. Poincaré	139
I. Principes généraux	139
II. L'équilibre budgétaire	143
III. L'équilibre de la trésorerie	146
IV. La politique monétaire	152
Chapitre VI. — La stabilisation de fait	155
I. La politique monétaire	155
II. La politique de la trésorerie	163
Chapitre VII. — La stabilisation légale.....	171
Bibliographie	185

Les Editions Domat-Montchrestien, 160, rue Saint-Jacques, Paris. 1933
